

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ-TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Důsledky devizových intervencí České národní banky
The Consequences of Foreign Exchange Intervention by the Czech National
Bank

Student: Sára Novorytová

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Mgr. Zuzana Machová, Ph.D.

Ostrava 2016

Zadání bakalářské práce

Student: Sára Novorytová
Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202R027 Národní hospodářství
Téma: Důsledky devizových intervencí České národní banky
The Consequences of Foreign Exchange Intervention by the Czech
National Bank
Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretické vymezení měnové a kurzové politiky
3. Vývoj monetární politiky v České republice
4. Důsledky devizových intervencí ČNB
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004. ISBN 80-80-247-0769-1.
NOWOTNY, Ewald, Doris RIZTBERGER-GRÜNWALD and Peter BACKÉ (eds.). *Financial cycles and the real economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2014. ISBN 978-1-78347-762-3.
VENCOVSKÝ František a Karel PŮLPÁN. *Dějiny měnových teorií na českém území*. Praha: Oeconomica, 2005. ISBN 80-245-0992-X.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **Doc. Ing. Mgr. Zuzana Machová, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 06.05.2016

Ing. Martin Štěpánek, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem celou práci vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 6.5.2016

Podpis

Sára Novorytová

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala paní doc. Ing. Mgr. Zuzaně Machové, Ph.D. za odborné vedení, užitečné rady, ochotu a trpělivost, které mi při zpracovávání bakalářské práce věnovala. Mé poděkování patří také Ing. Martinu Murínovi za jeho vstřícný přístup, psychickou podporu a cenné rady a podněty, které mi poskytl v průběhu psaní práce.

Obsah

1 Úvod	4
2 Teoretické vymezení měnové a kurzové politiky	7
2.1 Činnost centrální banky	7
2.2 Měnová politika	9
2.3 Kurzová politika	15
2.4 Vztah mezi kurzovou politikou, inflací a cílováním inflace	18
3 Vývoj monetární politiky v České republice	20
3.1 Česká národní banka	20
3.2 Měnová politika České národní banky od jejího vzniku do roku 1997	21
3.3 Měnová politika České národní banky po roce 1997 a cílování inflace	23
3.4 Měnová politika České národní banky po roce 2007	25
3.5 Měnová politika České národní banky od počátku režimu kurzového závazku	30
4 Důsledky devizových intervencí České národní banky	33
4.1 Kurzový zásah ČNB v kontextu makroekonomických veličin	33
4.2 Názorový střet doprovázející aktivitu ČNB na měnovém trhu	43
4.3 Shrnutí důsledků devizových intervencí České národní banky	45
5 Závěr	48
Seznam použité literatury	50
Seznam zkratk	
Seznam obrázků, grafů a tabulek	

1 Úvod

Centrální banky jsou instituce, které ve světové ekonomice plní významnou roli. Mezi hlavní činnosti centrálních bank patří provádění měnové a kurzové politiky. Pomocí provádění měnové politiky centrální banky ovlivňují například výši úrokových sazeb v ekonomice, aby tak dosáhly svých stanovených měnově-politických cílů, mezi které patří zejména podpora cenové stability. K provádění měnové politiky centrální banka používá různorodé cesty a nástroje. V dnešním globalizovaném světě, ve kterém se rapidně rozvíjí bezhotovostní formy peněz, roste také význam měnové politiky. Kurzová politika centrálních bank pak pečuje o měnový kurz dané země na základě stanoveného kurzového režimu. I tato politika v souvislosti s ekonomickým vývojem nabývá na důležitosti, jelikož mezinárodní měnové vztahy dnes patří k základním rysům každé vyspělé ekonomiky na světě.

V důsledku pádu americké investiční banky Lehman Brothers a následné světové hospodářské krizi v roce 2008 došlo nejenom v celé Evropě, ale také v České republice ke zpomalení hospodářského růstu a řada důležitých makroekonomických veličin započala svůj negativní vývoj. Konkrétně v České republice tato krize způsobila nejdelší a nejhlubší recesi v jejích novodobých dějinách. Od této chvíle se tak tuzemská ekonomika společně s řadou jiných zemí potýkala s dezinflačním vývojem, který je druhotným dopadem světové hospodářské krize.

Česká národní banka jakožto hlavní měnová autorita v ČR musela na tuto situaci reagovat. Jako první krok pro ochranu svého hlavního cíle zvolila snížení úrokových sazeb v roce 2012 na historické minimum. Když se však stav ekonomiky nezlepšoval, Česká národní banka jako další nástroj měnové politiky zvolila 7. listopadu 2013 devizové intervence. Bezprostředně po zahájení devizových intervencí, se na adresu tohoto tématu rozpoutala řada diskuzí, jak mezi odbornou tak i laickou veřejností. Významnost tohoto tématu pro občany České republiky dokazuje také fakt, že od vypuknutí intervencí se podobizna guvernéra ČNB stávala jakousi rutinou na titulních stranách odborných časopisů i bulvárních novin.

Dopady tohoto zásahu na českou ekonomiku jsou diskutovány dnes a denně a názory komentátorů se často rozcházejí již v začátcích konverzace. Vzhledem k aktuálnosti a důležitosti tématu v národohospodářské oblasti bylo rozhodnuto realizovat bližší studii, a to prostřednictvím této práce.

Tématem bakalářské práce jsou tedy důsledky devizových intervencí České národní banky a následná doporučení pro české hospodářství.

Cílem práce je vyhodnotit dopady devizových intervencí České národní banky na českou ekonomiku. Tohoto cíle bude naplněno pomocí grafické analýzy a statistické deskripce časového vývoje klíčových makroekonomických ukazatelů.

Bakalářská práce je rozdělena do pěti kapitol včetně úvodu a závěru. Kapitola číslo dvě je věnována teoretickému vymezení měnové a kurzové politiky. Tato kapitola pojednává o činnosti centrálních bank, o nástrojích měnové politiky a o cílech, které prostřednictvím svých nástrojů naplňuje. Dále jsou v této kapitole objasněny pojmy jako inflace či inflační cílování, právě z důvodu jejich důležitosti v souvislosti s měnovou politikou. Kapitola také obsahuje objasnění pojmu kurzová politika a stručně jsou zde vysvětleny režimy jednotlivých měnových kurzů. Na závěr je popsán vztah mezi kurzovou politikou, inflací a inflačním cílováním pro lepší pochopení problematiky.

Třetí kapitola obsahuje informace o vývoji měnové politiky v České republice od jejího vzniku v roce 1993. První podkapitola je věnována vzniku České národní banky, jakožto tvůrci měnové politiky v České republice. Postupně jsou nastíněny jednotlivá období, která se liší podle uplatňování dané měnové politiky. Jsou zde zmíněny důležité mezníky v tuzemské ekonomice, jako přechod z fixního kurzu na řízený floating, počátek inflačního cílování či pád české ekonomiky do recese v důsledku světové hospodářské krize. Dále je zde věnována značná pozornost měnové politice ČNB těsně před a po kurzovém závazku v roce 2013, kdy kvůli stagnaci ekonomiky a hrozící deflaci využila svého nástroje měnové politiky, a to devizového kurzu. Pomocí grafů a tabulek je zde ilustrována ekonomická situace v průběhu celého období.

Čtvrtá kapitola obsahuje zhodnocení důsledků devizových intervencí na české hospodářství. Úspěšnost či neúspěšnost je zde hodnocena hlavně z hlediska vývoje makroekonomických veličin před a po začátku devizových intervencí ČNB prostřednictvím analýzy a grafické metody. Porovnávány jsou zde makroekonomické veličiny jako HDP, nezaměstnanost, míra inflace, čistý export aj. Pozornost je zde kladena také na přínosy oslabení kurzu koruny, které predikovala ČNB ve výroční zprávě na konci roku 2013. Prostřednictvím devizových intervencí mělo dle ČNB dojít k podpoře domácího exportu, snížení importu a zvýšení podpory prodeje tuzemského zboží, prostřednictvím substitučního efektu mezi domácími a zahraničními výrobky. Celkově pak mělo dojít k zrychlení ekonomického růstu, oživení trhu práce, podpoře spotřeby domácností a k růstu investic. Závěr poslední kapitoly je poté věnován veřejné diskuzi ze strany odborné i laické veřejnosti, která po celou dobu doprovázela aktivitu ČNB na měnových trzích.

V celé práci je aplikováno několik vědeckých metod, a to konkrétně metoda historická, popisná, deduktivní, induktivní, dále pak analýza, syntéza a metoda statistického zkoumání.

2 Teoretické vymezení měnové a kurzové politiky

Následující kapitola je věnována teoretickému vymezení měnové a kurzové politiky. Tato kapitola pojednává o činnosti centrálních bank, o nástrojích měnové politiky a o cílech, které prostřednictvím svých nástrojů naplňuje. Ve stručnosti jsou zde vysvětleny režimy jednotlivých měnových kurzů. Na závěr je popsán vztah mezi kurzovou politikou, inflací a inflačním cílováním.

2.1 Činnost centrální banky

Podle Jurečky, Jánošíkové a kol (2009) je centrální banka nejvyšší monetární autoritou v zemi, zároveň je také tvůrcem a garantem měnové politiky.

Revenda (2011) pak popisuje centrální banku jako instituci, která má v tržní ekonomice nezastupitelné místo, a to pak především v měnové oblasti, a při regulaci bankovního systému.

Janáčková (2015) uvádí, že americký publicista Neil Irwin přirovnává centrální bankéře k alchymistům. Platí totiž, že zatím co se staří alchymisté pokoušeli přeměnit olovo ve zlato, novodobí centrální bankéři pak dokáží „přeměnit“ ve zlato i obyčejný papír.

Historie vzniku centrálních bank se datuje do 17. století, tudíž jsou centrální banky ve srovnání s obchodními bankami relativně mladé instituce. Války a s nimi spjaté ničivé dopady na ekonomiky jednotlivých zemí byly hlavním popudem pro zakládání specifických bankovních institucí- centrálních bank. Hlavním úkolem centrálních bank bylo tehdy vedení účtů pro panovníky a jejich vlády. Avšak s ekonomickým, politickým a společenským vývojem lidstva se začaly měnit také funkce centrálních bank. Jedním ze stěžejních důvodů, jak uvádí Jílek (2013) ve své publikaci je centralizace emise peněz, ať už v podobě bankovek či mincí, která vedla ke sjednocení tehdy roztržitého emisního systému. A právě takto vzniká prioritní a definiční znak centrální banky- *emisní monopol na hotovostní peníze*. Dnes jsou centrální banky hlavním pilířem celé měnové politiky, a jak uvádí Revenda (2011) bez jejich správného a kvalitního fungování není možný výraznější ekonomický pokrok.

Centrální banky mají pro svou důležitost také řadu funkcí. Patří zde emisní činnost, regulace a dohled nad ostatními bankami, působnost centrálních bank jako bank státu a ostatních bank, devizová činnost a v neposlední řadě také stěžejní funkce, kterou je provádění měnové politiky (Revenda 2011).

Emisní činnost

Emisní činnost je základní operace centrálních bank s hotovostními penězi (oběživem). Emise (vydávání) bankovek a mincí je výsadní právo centrální banky a je

spojeno s pojmem emisní monopol. Tento monopol je však výlučně určen na hotovostní peníze. Bezhotovostní peníze již mohou emitovat všechny banky, které poskytují úvěry nebankovním subjektům. Z tohoto důvodu se termínem *emisní činnost* rozumí pouze emise hotovostních peněz centrální bankou. Peníze mají vliv na chování každého subjektu v ekonomice a jejich množství v oběhu neustále roste. Proto není žádným tajemstvím, že většina ekonomů přiznává penězům¹ vliv ve vývoji agregátní cenové hladiny, agregátního výstupu či výše zaměstnanosti. Řečeno slovy Milтона Friedmana „money matters“ (na penězích záleží nebo peníze jsou důležité).

Regulace a dohled bank

Regulace a dohled bank patří společně s měnovou politikou k ústředním činnostem centrální banky v každé tržní ekonomice. Obě činnosti jsou velice provázané a vyžadují patřičný dohled. Regulaci bank rozumíme utváření takových pravidel a podmínek pro bankovní instituce, které musí posléze všechny banky respektovat a dodržovat. Prověřují se například pravdivosti a správnosti vedení účetnictví jednotlivých obchodních bank nebo se prověřují jejich základní povinnosti jako přiměřenost kapitálu, likvidity aj. (Revenda, 2011).

Banka státu

Centrální banky vedou účty vládě, popřípadě i dalším státním subjektům. Činnost centrální banky pro stát je tou nejstarší činností, kterou můžeme považovat za historický důvod pro zakládání centrálních bank. Dnes jsou vztahy mezi centrální bankou a státem upraveny zákonnými předpisy, které přesně definují druhy a pravidla pro provádění operací centrální bankou pro vládu. Navíc zde nalezneme i stupeň samostatnosti centrální banky. Hlavním smyslem celé této činnosti centrální banky je vyšší bezpečnost prostředků státu, neboť obchodní či jiné banky mohou na rozdíl od centrální banky v tržních ekonomikách zbankrotovat. Touto funkcí centrální banky je zajištěna jistota, že stát neztratí prostředky uložené v centrální bance (Revenda, 2011).

Banka bank

Centrální banky přijímají finanční prostředky od obchodních bank, poskytují jim úvěry nezbytné pro jejich existenci, obchodují s nimi a zabezpečují mezibankovní platební styk. Díky těmto úkonům jsou centrální banky schopny regulovat objem finančních prostředků v dané zemi (Revenda, 2011).

¹ Za peníze můžeme považovat jakékoliv aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží a služby (Revenda, 2011).

Devizová činnost

Devizová činnost je vlastně kurzová politika prováděná centrální bankou, která spočívá v udržování hodnoty devizových rezerv, zabezpečení devizové likvidity země a ovlivňování úrovně devizového kurzu domácí měny. Cílem devizové činnosti není pouze udržení stability devizového kurzu, nýbrž udržení stability v celé vnější ekonomice (Revenda, 2011). Centrální banka vytváří devizové rezervy hlavně tím, že emituje své cenné papíry na zahraničních trzích nebo nákupem zahraničních měn od zahraničních bankovních subjektů. Takto získané prostředky pak v aktivech bilance centrální banky vystupují jako devizové rezervy. Centrální banka má dále za úkol tyto devizové rezervy spravovat a hospodařit s nimi. Tudíž provádí následující: shromažďuje devizové rezervy státu, operuje s nimi na devizovém trhu, upravuje pohyb zahraničního kapitálu a v neposlední řadě také reguluje směnitelnost národní měny- provádí devizovou regulaci. Díky devizovým regulacím je centrální banka schopna chránit platební bilanci státu a jeho devizové hospodářství. Jedním ze základních motivů operací s devizovými rezervami je ovlivňování úrovně a pohybů měnového kurzu domácí měny, pomocí kurzových intervencí (Kučerová, 2012a).

Realizace měnové politiky

Každá centrální banka nese určitou míru zodpovědnosti vůči prováděné měnové politice. Provádění měnové politiky je vědomá činnost centrální banky, která se prostřednictvím měnových nástrojů, ať už přímých nebo nepřímých snaží regulovat množství peněz v ekonomice, a tím dosáhnout určitých předem stanovených cílů, mezi které patří především podpora cenové hladiny (Kučerová, 2012a). Význam realizace měnové politiky s vývojem ekonomiky nebyvale roste. A právě v souvislosti s tématem bakalářské práce, je nutné zdůraznit důležitost této funkce. Díky realizaci měnové politiky v ekonomice probíhají kroky, které se dotýkají celého finančního systému dané země. V souvislosti s tématem měnové politiky si však také běžný občan může klást otázky typu: zda si peníze v peněženkách občanů uchovají svou hodnotu, zda se celoživotní úspory během krátké doby neznehodnotí či zda kvůli hypotéce nepřijdou lidé o svůj dům. I o takovýchto zásadních věcech spolurozhoduje měnová politika, a proto o její důležitosti není pochyb (Janáčková, 2015).

2.2 Měnová politika

Monetární (měnová) politika je oblastí, která usiluje o dosažení ekonomicko-politických cílů působením na monetární veličiny, jako jsou nabídka peněz či výše úrokové míry (Jurečka, Jánošíková a kol, 2009).

Podle Revendy a kol. (2012) tvoří měnová a fiskální politika základ pro hospodářskou politiku každé země s tržními principy. Tyto politiky mají společně za cíl udržovat celkovou makroekonomickou rovnováhu země.

Monetární politika spolu s politikou fiskální tvoří základní nástroj, který centrální autority ovlivňují ekonomickou aktivitu. V nejširším slova smyslu se jedná o jakoukoli politiku spojenou s nabídkou peněz (Labonte, 2013).

„Správná měnová politika by měla fungovat jako jakýsi „tlumič“. Vždy se snažím měnovou politiku přirovnat k tlumiči auta. Ten vám nepomůže vyhnout se některým překážkám a výmolům, avšak pomůže vám tyto překážky překonat co nejméně bolestivě. A právě to je jediná úloha měnové politiky, tlumení, v dobrých i špatných časech“ (Hampl, 2015). Z výše uvedených definic vyplývá, že monetární politika je hlavní makroekonomickou politikou státu určenou k poměrně efektivnímu ladění ekonomiky.

Cíle měnové politiky musí být kompatibilní s cíli hospodářské politiky. Tyto cíle jsou povětšinou stanovené zákonem. Existují dvě skupiny těchto cílů: reálné a nominální. Mezi reálné cíle řadíme například vysokou zaměstnanost, či hospodářský růst. Obecně, stanovení určité úrovně reálného ekonomického růstu. Od 70. let ale převažují cíle nominální, mezi které patří především stabilita cenové hladiny (Kučerová, 2012c).

Podle Revendy (2011) patří měnová politika k nejdůležitějším činnostem centrálních bank v tržních ekonomikách.

Klíčovým momentem měnové politiky je zajištění stability kupní síly domácí měny, tzn. zajištění stability cenové hladiny a měnového kurzu (Kliková, 2008).

Měnová politika se člení na expanzivní a restriktivní měnovou politiku. Pokud centrální banka snižuje krátkodobou úrokovou míru, podněcuje obchodní banky k nabízení většího objemu úvěrů. Díky větší nabídce úvěrů obchodních bank pak domácnosti i firmy více utrácí a zvyšují rychlost oběhu peněz v ekonomice. V případě, kdy je naopak potřeba situaci v ekonomice zmírnit, přichází na scénu restriktivní měnová politika, a s ní zvyšování krátkodobých úrokových měr. V tomto případě jsou obchodní banky omezeny v poskytování úvěrů a domácnosti a firmy začínají šetřit. Dochází ke snížení rychlosti oběhu peněz v ekonomice. Restriktivní měnová politika je uplatňována v případě, kdy dochází k přehřívání ekonomiky a naopak (Jílek, 2013).

Centrální banka díky měnové politice a správně zvoleným krokům může například potlačit inflaci, nemůže však ukončit recesi. Tak stejně můžeme koně zavést k vodě, ale nemůžeme jej přinutit se napít (Milton Friedman, 1968).

2.2.1 Cíle měnové politiky

Cíle měnové politiky musí být kompatibilní s cíli hospodářské politiky. Stanovení těchto cílů bývá uvedeno v příslušném zákoně, nejčastěji v zákoně o centrální bance. Zpravidla je za primární cíl měnové politiky v každé zemi považována již mnohokrát zmiňovaná stabilita cenové hladiny, respektive boj proti inflaci. Další stanovené cíle již závisí na jednotlivých ekonomikách a mohou se od sebe odlišovat. Těmito cíli mohou být: podpora ekonomického růstu (tzn. podpora tempa růstu reálného HDP), podpora zaměstnanosti, vnější stabilita měny aj. (Kučerová, 2012c).

Může ale v ekonomice nastat situace, kdy se uvedené cíle v krátkodobém horizontu mohou dostat do vzájemného rozporu. V tomto případě musí centrální banka správně vyhodnotit situaci a rozhodnout se o preferenci jednoho či více cílů na úkor ostatních (Revenda, 2011). Aby centrální banka byla schopna vůbec dosáhnout stanovených cílů, musí volit některé z měnových nástrojů, které svým působením ovlivňují tzv. zprostředkující proměnné (úrokové sazby, nabídka peněz). Teprve jejich změna vede ke konečným cílům měnové politiky. A právě zde je na místě zmínit pojem *transmisní mechanismus*, který ilustruje cestu od použití měnových nástrojů až po dosažení stanoveného cíle centrální bankou. Přístupů, neboli jinak řečeno cest k dosažení stanovených cílů je hned několik.

Nejstarší je keynesiánský přístup, který je charakteristický snahou o povzbuzení agregátní poptávky (AD). Podle ekonomů z řad J. M. Keynese mají úrokové sazby vliv na investice, které působí na agregátní poptávku, a ta pak dále působí na reálný produkt ekonomiky. Keynesiánská „cesta“ za dosažením měnových cílů tedy spočívá ve fixaci krátkodobých úrokových sazeb, které budou postupně prostřednictvím dlouhodobých úrokových sazeb působit pozitivně na investice či spotřebu domácností, s konečným cílem zvyšování zaměstnanosti a produktu. Tento typ transmisního mechanismu byl používán zejména do 70. let 20. století v USA a Velké Británii (Kučerová, 2012c).

Monetaristický peněžní transmisní mechanismus je nejčastěji používaným. Hlavními veličinami jsou zde nástroje měnové politiky, které působí na měnovou bázi, a ta pak dále prostřednictvím multiplikátoru na peněžní zásobu. Právě peněžní zásoba má podle monetaristů hlavní vliv na cenovou hladinu. Tento transmisní mechanismus začal být prosazován v době, kdy postupně selhával keynesiánský transmisní mechanismus. Důvodem byla vysoká míra inflace způsobena umělým udržováním nízkých úrokových sazeb a růstem cenové hladiny. Monetarismus se v této době také formoval jako teoretická disciplína. Dalším je úvěrový transmisní mechanismus, který působil jako doplňkový model k modelu monetaristickému. Klíčovým se stal například ve Švédsku či Portugalsku, ale také i v bývalé

ČSSR a na počátku období transformace. Podstata této cesty k dosažení cílů spočívá v kontrole množství úvěrů v ekonomice. Rostou-li objemy úvěrů, rostou také výdaje, investice a nakonec dochází i k růstu produktu samotného.

Vzhledem k vývoji ekonomiky a postupným změnám ve stanovení konečných cílů měnové politiky, došlo postupem času také k vývoji transmisních mechanismů. K současným trendům patří například usilování centrálních bank o cenovou stabilitu, kterou dosahují zpravidla pomocí regulace tržní krátkodobé úrokové sazby a následnou kontrolou peněžní zásoby, která je vyjádřena zvoleným peněžním agregátem. V případě, kdy centrální banka používá tzv. *cílování inflace*, není součástí tohoto transmisního mechanismu žádný peněžní agregát (Kučerová, 2012c).

2.2.2 Inflace a inflační cílování

Hlavním cílem centrálních bank ve vyspělých ekonomikách je již zmiňovaná cenová stabilita. Inflace znamená dlouhodobý neustálý růst cenové hladiny, který může cenovou stabilitu ohrozit. Cenová stabilita přispívá k růstu HDP, zaměstnanosti a nízkým dlouhodobým úrokovým mírám, proto by se inflace měla udržovat nízká a stabilní, tak aby bylo možné co nejlépe předpovídat vývoj cen a s tím i spojený vývoj v celé ekonomice (Jílek, 2013). Ve chvíli, kdy je inflace příliš vysoká anebo naopak dosahuje-li záporných hodnot, má negativní dopad na hospodářský růst. Za cenovou stabilitu lze považovat mírnou inflaci do 2% (Revenda, 2011). Inflaci můžeme měřit pomocí indexu spotřebitelských cen (CPI), indexem cen výrobců (PPI) nebo deflátozem HDP.

Cílování inflace je historicky nejmladším měnově-politickým režimem. Zavádí se napříč světovými ekonomikami v průběhu 90. let. Jako první došlo k cílování inflace na Novém Zélandu v roce 1990. Jílek (2004) označuje cílování inflace jako jakýsi módní trend centrálních bank, který vychází ze snahy postupovat v měnové politice jinak než „jen přes peníze“. Hlavním znakem tohoto režimu je postupné vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů v určitém časovém horizontu. Tento cíl se pak centrální banka snaží splnit prostřednictvím regulace tržní krátkodobé úrokové míry tak, aby se inflace dostala do předem stanoveného cílového koridoru (Jílek, 2004). Centrální banka při cílování inflace pracuje s celou řadou informací o ekonomice. Nezahrnuje zde pouze měnový kurz a peněžní agregáty, ale také analyzuje trh práce, hospodaření veřejných rozpočtů, nominální a reálný měnový kurz a samozřejmě zohledňuje také ceny výrobců a dovozní ceny. Režim cílování inflace má být tedy schopen jasně a dopředu predikovat budoucí vývoj ekonomiky, tzn. budoucí vývoj makroekonomických veličin. Cílování inflace s sebou nese řadu pozitiv a negativ. Mezi pozitivna inflačního cílování patří příznivý vliv na kredibilitu (důvěryhodnost) centrální banky

z důvodu větší transparentnosti a čitelnosti pro veřejnost. Další výhodou je fakt, že cílování inflace má střednědobé zaměření, tudíž bere v úvahu časová zpoždění měnové politiky. Naopak mezi negativa můžeme řadit například náročnost stanovení správné prognózy, jelikož neexistují žádné mezicíle, či fakt, že je často cílována jen část CPI, nikoli celková inflace (Kučerová, 2012b).

2.2.3 Nástroje měnové politiky

Nástroje měnové politiky se dělí na nástroje přímé (administrativní) a nepřímé (tržní). Přímé nástroje se dnes již ve vyspělých ekonomikách využívají jen zřídka a patří zde například stanovení limitů úrokových sazeb nebo stanovení úvěrových stropů, tzn. maximálních objemů úvěrů, které mohou banky poskytnout. Tyto nástroje narušují relace vytvářené spontánními tržními silami, a proto jsou v tržních ekonomikách používány jen výjimečně. Zůstávají však součástí monetárního instrumentaria, neboť v podmínkách výrazné makroekonomické nerovnováhy může být centrální banka nucena použít i takovéto netržní nástroje (Jurečka, Jánošíková a kol, 2009). Mnohem častěji jsou využívány nástroje nepřímé, které také znamenají určitý zásah do ekonomiky, ale chod ekonomiky narušují oproti nástrojům přímým podstatně méně. Nástroje měnové politiky působí plošně na veškeré subjekty finančního trhu. Nástroje tržní však respektují svobodu rozhodování peněžních (tržních) subjektů daleko více, než nástroje administrativní (Jurečka, Jánošíková a kol, 2009).

Mezi hlavní nepřímé (tržní) nástroje patří (Kučerová, 2012d):

- diskontní nástroje,
- operace na volném trhu,
- povinné minimální rezervy,
- kurzové intervence.

Tyto nástroje měnové politiky může centrální banka používat buďto samostatně anebo je kombinovat.

Diskontní nástroje

Revenda (2011) uvádí, že se jedná o nejstarší klasické nástroje měnové politiky, které jsou ve značné míře používány i dnes. Diskontní nástroje slouží k regulaci operativních kritérií v měnovém a úvěrovém transmisním mechanismu. Centrální banka stanovuje úrokové sazby a další podmínky poskytování úvěrů obchodním bankám. A právě podmínky, za nichž centrální banka půjčuje peníze obchodním bankám, představují podstatu celé diskontní politiky. Pokud centrální banka hodlá provádět expanzivní politiku, sníží diskontní sazbu tak, aby se výpůjčky u centrální banky staly pro obchodní banky lukrativní. Tím lze očekávat

zvýšený zájem o úvěry a postupný růst peněžní báze.² Hodlá-li však centrální banka provést restrikcí, diskontní sazbu zvýší tak, aby zájem o úvěry ze strany obchodních bank zeslábnul.

Operace na volném trhu

Operace na volném trhu jsou považovány za velice účinné, co se týče regulace měnové báze či ovlivňování krátkodobé úrokové míry. Jedná se o nákup a prodej povětšinou státních vysoce kvalitních obligací (dluhopisů) nikoli akcií. Nákup i prodej zprostředkovává centrální banka. Revenda (2011) uvádí, že pokud centrální banka operuje se státními cennými papíry, jedná se o operaci jen s minimálními náklady, které vznikají buď při pohyblivosti cen státních cenných papírů, nebo při úhradách úrokových rozdílů. Pokud centrální banka provádí operace s vlastními cennými papíry, náklady jsou pro centrální banku mnohem vyšší, protože jsou jak emitenty, tak nositeli úrokových plateb. Podle Pavláta (2004) je hlavním cílem těchto operací na volném trhu regulace měnové báze, regulace krátkodobé úrokové míry nebo ovlivnění měnového kurzu. Hodlá-li centrální banka omezit nabídku peněz v ekonomice, obligace prodává, a tím snižuje peněžní bázi, která je východiskem pro další tvorbu peněz. Je-li záměrem centrální banky jednat expanzivně, obligace nakupuje a tím naopak peníze do ekonomiky vydává, a ty pak následně zvětšují peněžní bázi (Jurečka, Jánošíková a kol, 2009).

Povinné minimální rezervy

Povinné rezervní minimum je stanoveno centrální bankou, která tímto nástrojem opět může ovlivňovat penězotvornou schopnost bank (Jurečka, Jánošíková a kol, 2009). Povinné minimální rezervy se obvykle stanovují procentní sazbou z vkladů domácích nebankovních subjektů, tedy primárních vkladů, které jsou uloženy u bank v domácí měně. Samotná výše povinných minimálních rezerv je pak počítána jako průměrný stav těchto rezerv na účtu u centrální banky za určité období, který je vypočten ze zůstatků na účtu ke konci každého dne Revenda (2011). Opět zde platí pravidlo, hodlá-li centrální banka snížit peněžní zásobu v ekonomice nebo hrozí-li v ekonomice inflace, může centrální banka provádět monetární restrikcí tak, že zvýší míru povinných minimálních rezerv. Naopak, je-li nutná monetární expanze, centrální banka sníží míru povinných minimálních rezerv, a tím umožní komerčním bankám jejich přebytečné rezervy poskytnout například jako úvěry klientům (Jurečka, Jánošíková a kol, 2009).

² Měnová báze (rezervní peníze) zahrnuje oběživo v rukách nebankovních subjektů a v pokladnách obchodních a dalších bank a dále pak rezervy bank, což jsou povinné minimální rezervy či dobrovolné rezervy bank u centrální banky. Zahrnuje tak vlastně část aktiv obchodních bank a pasiv centrální banky (Revenda, 2011).

Kurzové intervence

Podle Revendy (2011) se kurzové intervence používají zejména k tomu, aby centrální banka regulovala měnový kurz domácí měny. Hodnota měnového kurzu je dána vztahem mezi nabídkou a poptávkou zahraničních měn a měny domácí na devizovém trhu. Nejčastěji jsou kurzové intervence prováděny centrální bankou přímo nákupem či prodejem zahraničních měn za domácí měnu. Tyto intervence probíhají vždy bezhotovostně a označují se termínem „*devizové intervence*“. Pokud centrální banka nakupuje zahraniční měnu výměnou za měnu domácí, zvyšuje tak poptávku po zahraniční měně na devizovém trhu. Dochází tedy ke znehodnocování domácí měny. Naopak prodej zahraniční měny za měnu domácí znamená, že dojde ke zvýšení nabídky zahraniční měny a ke zhodnocení měny domácí. Centrální banka provádí kurzové intervence dvojího druhu: přímé a nepřímé. Přímé intervence probíhají pomocí nákupu či prodeje domácí měny za měnu zahraniční. Tento typ intervencí působí na hodnotu devizového kurzu přímo a má minimální časové zpoždění. K nepřímým intervencím dochází změnou základní měnově-politické úrokové sazby, která vede ke změně tržní úrokové míry, a poté dochází buďto k odlivu či naopak přílivu zahraničního kapitálu. Důsledkem nepřímých intervencí je poté změna nabídky či poptávky po domácí měně, a tím pádem i změna devizového kurzu (Kučerová, 2012d).

2.3 Kurzová politika

Měnový kurz, jak jej popisuje Jílek (2013) je poměrem ve směně mezi dvěma měnami, neboli vyjádření ceny jedné měny měnou jinou. Měny a jejich hodnoty jsou zásadní pro celosvětovou ekonomiku. Ovlivňují chod mezinárodního obchodu, toky investic, světové finance a v neposlední řadě také migraci obyvatel. V době globalizace hraje kurzová politika jednu z ústředních rolí pro celosvětový vývoj ekonomiky (Frieden, 2014). Mezinárodní měnové vztahy patří dnes k základním rysům každé vyspělé ekonomiky. Frieden (2014) popisuje měnový kurz jako poměr výměny dvou (bilaterální kurz) či více měn (efektivní kurz). Hodnota měnového kurzu je stanovena na měnových trzích, kde dochází k nákupu či prodeji měn jednotlivých zemí. Měnový kurz je v ekonomice velice důležitý, protože se díky němu určují ostatní relativní ceny na trhu, toto pravidlo platí zejména v otevřených ekonomikách. Každá centrální banka, jakožto měnová autorita musí umět správně rozhodnout, jaký měnový režim bude používat a pakli-že zvolí-li si některý druh intervenčního režimu, měla by určit, jakou úroveň kurzu stanoví. Svého rozhodnutí může dosáhnout např. použitím intervencí na měnových trzích či změnou úrokových sazeb.

2.3.1 Systémy měnových kurzů

Jílek (2013) uvádí, že existuje několik režimů měnových kurzů, přičemž nejčastěji používaným měnovým kurzem je buď systém pevných měnových kurzů, nebo systém pohyblivých měnových kurzů. V jednotlivých zemích se však kurzové vztahy mnohdy velice liší. Různé země, různá pravidla. Soubor těchto pravidel poté tvoří systém (režim) měnového kurzu, na jehož charakter má velký vliv právě úloha centrální banky, úloha vlády či trhu. Režim měnového kurzu, jako takový má poté vliv na provádění hospodářské politiky, na vývoj a adaptaci tuzemských a zahraničních cen, či na vývoj devizových rezerv (Kučerová, 2013).

Systém pevných kurzů

V systému pevných kurzů je hodnota nominálního měnového kurzu stanovena centrálními autoritami (Jurečka, Jánošíková a kol., 2009). Právě systém pevných kurzů, konkrétně pevný kurz domácí měny je nejstarší používanou formou pevných kurzů. Tento systém byl také hlavním pilířem pro vystavění bretton-woodského měnového systému. Měny členských zemí Mezinárodního měnového fondu byly vázány na americký dolar ve flukтуаčním pásmu $\pm 1\%$. Pevný kurz je měnový systém, kdy centrální banka udržuje kurz měny vůči jiné měně či koši měn ve stanoveném flukтуаčním pásmu, a to pomocí devizových intervencí. Flukтуаční pásmo může být stanoveno v různém rozpětí. Čím je pásmo oscilace užší, tím je stav výhodnější pro domácí exportéry a importéry, protože dochází k minimalizaci kurzového rizika. Udržovat ale kurz v úzkém pásmu oscilace je mnohem náročnější pro centrální banky, proto jsou také častější a pro centrální banku bezpečnější širší pásma oscilace. Podle Revendy a kol. (2000) byly pevné kurzy v 50. letech 20. století terčem kritiky mnoha ekonomů. Podle nich pevné měnové kurzy způsobují přenosy inflace z jedné země do druhé a oslabují možnosti provádění nezávislé měnové politiky. Z těchto důvodů se mnoho zemí odklonilo od pevných kurzů a přešli na tzv. plovoucí kurz. Za nejrazantnější by se dal považovat režim pevného kurzu s neodvolatelnou centrální paritou, tzv. měnový výbor (currency board, hard peg). Je to pevně daný a neodvolatelný pevný kurz bez jakýchkoli pásem oscilace. Centrální banka se tímto vzdává všech svých nástrojů pro realizaci měnové politiky kromě nesterilizovaných kurzových intervencí, díky kterým zajišťuje stanovenou centrální paritu. Systém pevných kurzů se dále dělí na režim pevného kurzu s omezeným pásmem oscilace k jedné měně či vybranému koši měn (soft peg), kde se kurz výlučně pohybuje kolem stanovené centrální parity v daném flukтуаčním pásmu. Příkladem tohoto režimu pevného kurzu je bretten-woodský měnový systém. Tento režim vytváří stabilní prostředí pro rozvoj mezinárodního obchodu a rozvoj investic, podporuje měnovou spolupráci

napříč ekonomikami, což je důležité zejména pro malé otevřené ekonomiky. Na druhou stranu je centrální banka nucena udržovat velký objem devizových rezerv. Dalším režimem v systému pevných kurzů je režim pevného kurzu s pravidelnými změnami centrální parity (crawling peg). Tento režim je založen na tzv. posuvném zavěšení, což znamená, že ke změnám parity dochází plynule a v pravidelných předem sjednaných krocích. Tento typ režimu je často zaváděn v zemích s vysokou mírou inflace. Argumenty zastánců posuvného zavěšení jsou hlavně pokles kurzového rizika a růst stability měnového kurzu (Kučerová, 2013).

Systém plovoucího kurzu s řízenou pohyblivostí

V tomto případě se jedná o jakýsi kompromis mezi volně plovoucím kurzem a kurzem pevným. Od volně plovoucího kurzu, neboli free floatingu se tento řízený floating liší tím, že v případě, je-li kurz dle mínění centrální banky v destabilizaci, je možno, aby centrální banka zahájila kurzové intervence. Hlavním problémem intervencí, je pak schopnost centrální banky ovlivnit kurz domácí měny vůči vybrané světové měně, jako je například euro či dolar. Centrální banky zejména v malých otevřených ekonomikách často nemají šanci účinně kurz své domácí měny ovlivnit. Z tohoto důvodu někdy dochází mezi těmito malými ekonomikami k dohodě na tzv. koordinovanou intervenci. Státy mezi sebou uzavřou dohodu o spolupráci v oblasti kurzové politiky. Jak uvádí Kučerová (2013) příkladem koordinované intervence z blízké doby je například postup centrálních bank Spojených států, eurozóny, Velké Británie, Švýcarska a dalších zemí, které na podzim roku 2008 přikročily ke společnému snížení úrokových sazeb, aby tak společně čelily tehdejší světové finanční krizi. Řízený floating umožňuje krátkodobou stabilizaci kurzu, a tím zabraňuje jeho značnějším výkyvům. Za negativum se považuje fakt, že u tohoto typu kurzu neexistuje žádné předem stanovené oscilační pásmo, jako v případě kurzu pevného, což může v ekonomice vyvolat značnou nejistotu a kurzové intervence mohou být daleko nákladnější než v případě pevného kurzu (Kučerová, 2013).

Systém volně plovoucích kurzů

Tento systém, také často označovaný jako čistý/volný floating nepředpokládá žádné zásahy z řad centrálních autorit. Hodnota kurzu v tomto režimu je výlučně určena poptávkou a nabídkou ekonomických subjektů na měnovém trhu (Jurečka, Jánošíková a kol., 2009). Kurz měny se může pohybovat volně bez omezení a intervenčních zásahů centrální banky. Sám se přirozeně přizpůsobuje změnám nabídky a poptávky na devizovém trhu a bez zásahů centrální banky reaguje na vývoj inflace a dalších veličin, které mají vliv na rovnovážnou úroveň ekonomiky. Centrální banka v tomto režimu nesmí provádět žádné intervence. Tento typ

režimu může existovat pouze u směnitelných měn (Kučerová, 2013). Mnoho centrálních bank dosáhlo v pohyblivých směnných kurzech stabilní inflace, což také podporuje investice a dlouhodobý ekonomický růst. Výhodou používání plovoucích kurzů je například nezávislost měnové a fiskální politiky na vývoji mezinárodních trhů, ekonomika je schopna snadněji se přizpůsobit externím šokům. Nehrozí zde také možnost nadhodnocení či podhodnocení měny a tím vyvolání nerovnováhy v ekonomice (Jurečka, Jánošíková a kol., 2009). Dále systém volně plovoucích kurzů umožňuje nastolení dlouhodobé rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou po jednotlivých měnách a centrální banky nemusí držet vysoké zásoby devizových rezerv, protože není potřeba kurzových intervencí. Proti plovoucím kurzům hovoří fakt, že vedou k vyšší inflaci či k podpoře pohybu spekulativního kapitálu, což má destabilizující vliv na platební bilanci a reálný kurz. Zvyšování kurzového rizika při obchodních transakcích zvyšuje náklady (Kučerová, 2013).

2.4 Vztah mezi kurzovou politikou, inflací a cílováním inflace

Měnový kurz je jednou ze základních makroekonomických veličin, které výrazně ovlivňují vývoj spotřebitelských cen.³ Například v malé vysoce otevřené ekonomice jakou je Česká republika lze rozhodně sledovat situace, kdy prognóza kurzu ovlivňuje budoucí vývoj inflace a tudíž i měnovou politiku centrální banky usilující o udržení inflace v blízkosti inflačního cíle. Centrální banka proto musí kurzový vývoj podrobně a s předstihem sledovat a analyzovat (ČNB, 2005).

Provázanost měnového kurzu a inflace lze ilustrovat na příkladu jakési neplnohodnotné prognózy, kdy by došlo k nečekanému posílení (apreciaci) kurzu české koruny, oproti výchozímu předpokladu centrální banky. Inflace by se okamžitě měla začít odchylovat od stanoveného scénáře směrem dolů. Důvodem poklesu inflace může být například snížení konkurenceschopnosti tuzemského zboží a služeb na zahraničních trzích. Z opačného pohledu, při oslabení (depreciaci) kurzu české koruny, se tuzemské zboží stává levnější než dovezené. Proto lidé (tuzemci i nerezidenti) raději nakupují zboží domácí. V tomto případě by mělo naopak dojít k růstu cenové hladiny, resp. inflace.

Logika věci jasně ukazuje, že v obou případech dojde k odklonu od inflačního cíle, který si centrální banka předem stanovila. Centrální bance pak nezbývá nic jiného než na kteroukoli ze situací reagovat změnou úrokových sazeb nebo využitím kurzových intervencí. Tento laický příklad jasně ukazuje provázanost mezi prováděnou kurzovou politikou a mezi inflací i zmiňovaným inflačním cílováním (ČNB, 2005).

³ Měnový kurz například ovlivňuje ceny dováženého zboží, a to nejen zboží určeného výlučně na spotřebitelský trh, ale i veškeré suroviny a polotovary určené k produkci

Závěrem lze tedy říci, že kurzová politika centrální banky slouží jako jakýsi nástroj používaný ke změně inflace. V momentě, kdy je inflace v zemi nízká, může centrální banka prodávat domácí měnu a nakupovat měnu zahraniční, čímž zvýší peněžní bázi v ekonomice, dojde k růstu cen dovážených výrobků a služeb, což by v konečném důsledku mělo přispět k růstu domácí agregátní poptávky. Doprovodný jev bude právě i potřebné zvýšení inflace, viz příklady Švýcarska a České republiky. Tento mechanismus samozřejmě funguje i v přesně opačném případě.

3 Vývoj monetární politiky v České republice

V roce 1992 došlo k rozpadu Československé federativní republiky. Tímto okamžikem také zanikla dosavadní společná měna, tedy Československá koruna. Vzhledem k této události a vznikem samostatné České republiky roku 1993 bylo nutností vytvoření centrální instituce, která bude od této chvíle vykonávat dohled nad bankovním systémem v zemi a utvářet zde měnovou politiku.

3.1 Česká národní banka

Česká národní banka (dále jen ČNB) byla zřízena 1. ledna 1993. Od této doby tato instituce rozhoduje o měnové politice České republiky. Jako jediná instituce v zemi má také právo vydávat české bankovky a mince, vykonávat bankovní dohled či řídit peněžní zásobu (Kunert, Novotný, 2008).

Vznik ČNB je zakotven v Ústavě České republiky a její činnost se vyvíjí zejména v souladu se zákonem č.6/1993 Sb., O České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

ČNB je právnickou osobou veřejného práva, z čehož vyplývá, že má způsobilost k právním úkonům, a to zejména k regulaci finančního trhu, které jsou jí svěřeny právním řádem ČR (ČNB, 2013b).

Nejvyšším orgánem ČNB je bankovní rada, která je složena ze sedmi členů. V čele bankovní rady je guvernér, kterým je v současné době Miroslav Singer.

Hlavním sídlem ČNB je hlavní město, Praha. Avšak v největších českých městech má ČNB také své regionální zastoupení, a to v Brně, Ostravě, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové a v Ústí nad Labem. Existence těchto šesti regionálních poboček je pro činnost ČNB velmi důležitá. Díky tomu dochází k propojení mezi hlavním sídlem v Praze s ostatními regiony v České republice. Jednotlivé pobočky pak nesou zodpovědnost za měnové záležitosti v jejich regionu (Kunert, Novotný, 2008).

Dle (ČNB, 2013b) je hlavním cílem České národní banky péče o cenovou stabilitu. Dále pak ČNB pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. V případě, kdy je zajištěna stabilní cenová hladina, ČNB dále svou činnost soustřeďuje k naplňování dalších národních cílů hospodářské politiky, její vlády a v neposlední řadě také pomáhá naplňovat cíle (zejména udržitelný hospodářský růst) Evropské unie společně s jejími ostatními členy (ČNB, 2013b).

Úkoly České národní banky jsou stanoveny dle zákona č. 227/2013 Sb., O České národní bance (ČNB, 2013b):

- ČNB určuje měnovou politiku,
- vydává bankovky a mince,
- řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank, zahraničních bank vykonávajících bankovní činnosti na území České republiky prostřednictvím své pobočky a spořitelních a úvěrových družstev, pečuje o jejich plynulost a hospodárnost a podílí se na zajištění bezpečnosti, spolehlivosti, efektivnosti platebních a vypořádacích systémů a na jejich rozvoji,
- vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu,
- rozpoznává, sleduje a posuzuje rizika ohrožení stability finančního systému a v zájmu předcházení vzniku nebo snižování těchto rizik přispívá prostřednictvím svých pravomocí k odolnosti finančního systému a udržení finanční stability a vytváří tak makroobezřetnostní politiku,
- podle tohoto zákona a podle jiných právních předpisů provádí ČNB další činnosti.

3.2 Měnová politika České národní banky od jejího vzniku do roku 1997

Hlavní cíle České národní banky v měnové oblasti zůstaly i po rozpadu Československé republiky stejné, jako měla tehdejší centrální banka, a to vnitřní a vnější stabilita měny. Tato stabilita měla být zajištěna prostřednictvím stability, jak měnového kurzu, tak domácích cen, prostřednictvím cílování peněžní zásoby (Revenda, 2011). Dle Vencovského a kol. (2005) byl stanoven pevný měnový kurz s flukтуаčním pásmem $\pm 0,5\%$. Kurzové intervence byly tudíž v tehdejší době standardním nástrojem k udržení nominálního měnového kurzu a celkové stability měny.

První nelehký úkol, který po svém vzniku musela ČNB ihned řešit, byla výměna bankovek neboli tzv. měnová odluka. Obyvatelé postupně vyměňovali své bankovky za bankovky okolkované a později nové. Okolkované bankovky byly poté stahovány z oběhu díky běžnému maloobchodnímu styku a v centrální bance pak vyměněny za nové české peníze. Příprava, organizace a kompletní průběh peněžní odluky, při které došlo k rozdělení původní československé měny na měnu českou a slovenskou byly velmi kladně hodnoceny

nejen v České republice, ale také v zahraničí, kde sloužily jako vzor při měnových odlukách např. v některých bývalých sovětských republikách (Revenda, 2011).

Období vzniku samostatné České republiky se dá označit za období rychlého hospodářského růstu, díky rostoucí agregátní poptávce. Agregátní poptávka rostla v souvislosti s růstem nominálních mezd či s přílivem zahraničního kapitálu. Zahraniční kapitál zde proudil zejména díky vysokému úrokovému diferenciálu,⁴ který lákal zahraniční investory. Zahraniční kapitál byl ale převážně krátkodobý, a tento typ kapitálu má z velké míry právě spekulativní charakter. K rozsahu kapitálových toků přispěl také tehdejší režim pevného kurzu, který velkou měrou snižoval pro zahraniční investory riziko znehodnocení kurzu koruny (Kotlán a kol., 2001).

Důležitým mezníkem je rok 1995, kdy se česká koruna stala volně směnitelnou měnou, avšak stále s limitovaným kurzem. V této souvislosti uvádí Vencovský a kol. (2005), že se začíná s českou měnou obchodovat na mezinárodních trzích, čímž ale vyvstává hrozba spekulativních nákupů a prodejů české koruny.

Z důvodu postupného přehřívání české ekonomiky, narůstal tlak na zhodnocení koruny a také obavy ke spekulativním útokům na českou korunu. Problém byl dočasně vyřešen pomocí rozšíření pásma fluktuace na $\pm 7,5\%$, čímž došlo ke zvýšení kurzového rizika a postupně klesly podněty k investicím ze zahraničí, v souvislosti s poklesem úrokového diferenciálu. Tehdejší enormní růst českého importu, v roce 1996, také způsobil narůstající schodek běžného účtu platební bilance v tak už dost přehřáté ekonomice. Opatření na snižování vládních výdajů, prostřednictvím přijetí dvou úsporných vládních balíčků, už ale nepomohlo, jelikož vláda toto opatření přijala se značným časovým zpožděním. Ekonomický růst již nebylo možné dále udržet. Perfektní možnosti pro krátkodobé investování a výjimečná otevřenost tehdejšího měnového systému s mechanismem pevného měnového kurzu vytvořila z české měny přespříliš atraktivní cíl, který se stal cílem spekulativního útoku (Kotlán a kol., 2001).

Proto v roce 1997 došlo ke spekulativnímu útoku na českou korunu a kurz české měny se dostal až na hranici devalvačního pásma. ČNB začala masivně intervenovat (Revenda, 2011). Jílek (2004) dodává, že k bankovní krizi v České republice přispěla také tehdejší kuponová privatizace, kdy banky skupovaly akcie privatizujících podniků a v případě, že podniky nebyly schopny splácet své závazky, byly banky nuceny půjčit podnikům peníze, prostřednictvím úvěrů.

⁴ Růst zahraničního kapitálu byl způsoben vyšší liberalizací dovozu kapitálu a rozdílem mezi domácí a zahraniční úrokovou mírou, tedy úrokovým diferenciálem.

Kotlán a kol. (2001) apelují na fakt, že Česká republika nepřekonala negativní dědictví z dob transformace. Nebyly provedeny příslušné razantní změny, jako důkladná restrukturalizace podniků či změny v legislativě. A právě tyto aspekty se později také značnou mírou projeví na negativní situaci české ekonomiky.

Přes veškerou snahu musela centrální banka v roce 1997 opustit režim pevného měnového kurzu a přejít na režim plovoucího kurzu, a to na tzv. špinavý floating. Tím, že centrální banka přešla na jiný a zcela odlišný měnový režim, ztratila svou protiinflační kotvu v podobě pevného měnového kurzu (Kotlán a kol., 2001).

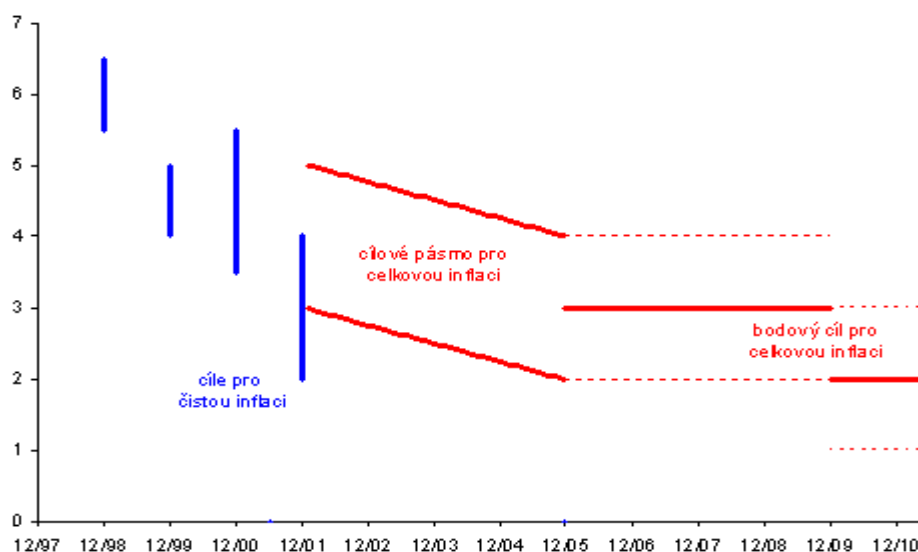
3.3 Měnová politika České národní banky po roce 1997 a cílování inflace

V důsledku výše zmíněné měnové krize v roce 1997 přešla ČNB na režim plovoucího měnového kurzu. Tento nelimitovaný měnový kurz vedl centrální banku ke změně hlavního měnového cíle, a jak uvádí Revenda (2011) také později umožnil ČNB zásadní změnu transmisního mechanismu měnové politiky. Koncem roku 1997 přechází Česká národní banka na tzv. cílování inflace.

Na počátku roku 1998 se stav české ekonomiky nikterak nelepšil a dále pokračoval ekonomický propad i růst nezaměstnanosti. Jelikož všechny důležité makroekonomické veličiny signalizovaly přetrvávání recese, centrální banka musela na vzniklou situaci reagovat a rozhodla se pro postupné uvolňování hospodářské politiky (Kotlán a kol., 2001).

Česká republika se v tomto období potýkala s relativně setrvačnou vysokou hladinou inflace z předchozích let a zároveň zde byla vysoká deflace společně s vysokou mírou nezaměstnanosti (ČNB, 2016a). Dle Jurečky a kol. (2010) jsou právě tyto ekonomické problémy vnímány společnostmi jako ty nejzávažnější a stejný názor zastávala i Česká národní banka. Proto se rozhodla v souvislosti s touto nepříznivou situací v roce 1997 změnit svůj dosavadní hlavní cíl a přejít na cílování inflace, aby dosáhla větší kontroly nad inflačním vývojem v zemi.

Obr. 3.1 Inflační cílování ČNB



Zdroj: ČNB (2016a)

Zásadní význam v tomto směru mělo formování inflačních očekávání. Pro ČNB bylo nezbytné přesvědčit účastníky trhu, že již nedojde k další akceleraci inflace. A právě režim inflačního cílování je založen na účinném ovlivňování inflačních očekávání, a proto byl v této situaci adekvátně zvolenou strategií (Kučerová, 2012b).

Podle Revendy (2011) v průběhu let postupně docházelo ke změnám a úpravám v systému cílování inflace. O stanovení inflačního cíle, změnách a jakýchkoli jeho úpravách rozhoduje prostřednictvím hlasování bankovní rada ČNB, která souběžně rozhoduje o nástrojích, které jsou používány k dosažení hlavního cíle. Nejčastěji používanými nástroji jsou operace na volném trhu.

Míra inflace se prvotně sledovala pomocí indexu spotřebitelských cen (dále jen CPI) upraveném o vlivy změn regulovaných cen, což znamená, že zde nebyly započítávány položky s regulovanými cenami, jako například elektřina, plyn, nájemné, železniční doprava aj. Inflační cíl byl původně kvantifikován v podobě čisté inflace.⁵ Takto očištěná inflace zachycovala cenový vývoj více než 80 % spotřebního koše (ČNB, 2008). Nabytí zkušeností s inflačním cílováním, snížení nejistoty ohledně budoucího vývoje regulovaných cen a snaha zvýšit transparentnost a srozumitelnost inflačních cílů vedly ČNB k postupnému opuštění cílů v podobě čisté inflace (ČNB, 2008).

⁵ Čistá inflace je dle Českého statistického úřadu (ČSÚ) počítána na neúplném spotřebním koši, ze kterého jsou vyloučeny položky s regulovanými cenami a položky ovlivňované jinými administrativními opatřeními. Položky, u kterých dochází k cenovým změnám z důvodu daňových úprav, zůstávají součástí spotřebního koše (čisté inflace) avšak vliv daňových úprav je eliminován.

Kučerová (2012b) uvádí, že od roku 2003 centrální banka již cíluje tzv. celkovou inflaci. Celková inflace bývá definována také jako inflace měnověpolitická, tzn., že na její vývoj reaguje měnová politika. K měření tohoto typu inflace se opět využívá index spotřebitelských cen, avšak s jiným složením spotřebního koše. Inflace je očištěna o primární dopady změn nepřímých daní. Cílem ČNB je pak zajistit, aby se měnověpolitická neboli celková inflace pohybovala přesně v blízkosti inflačního cíle (samozřejmě zde hraje roli vývoj reálné ekonomické aktivity či stabilita na finančních trzích).

Od roku 1998 a zavedení inflačního cílování se míra inflace vyvíjela stabilním a očekávaným tempem. Z Tab. 3.1 lze vyčíst, že se hodnota cílové míry inflace postupně snižovala, s výjimkou roku 2000, kdy maximální hodnota míry inflace vzrostla oproti roku minulému o 0,5 procentních bodů. Stalo se tak v souvislosti s rostoucími cenami ropy a silným USD (Kotlán a kol., 2001). Jinak se právě rok 2000 může označit za období oživení české ekonomiky. V tomto roce došlo k růstu HDP, růstu investic a jiných důležitých makroekonomických veličin. Začala se příznivě vyvíjet domácí poptávka, díky opětovnému pozitivnímu očekávání ze strany domácích i zahraničních spotřebitelů, docházelo k postupnému oživení spotřeby domácností a narůstal příliv přímých zahraničních investic, v důsledku oživení hospodářského růstu v západní Evropě. V roce 2001 bylo inflačním cílem udržení míry inflace v pásmu 2-4 %. Inflační cíl pro léta následující se postupně snižoval, až když v roce 2010 dosáhl cíle Evropské centrální banky na úrovni 2 %. Tento cíl si centrální banka stanovila za konečný do doby, než se Česká republika stane členem eurozóny. (ČNB, 2007).

Tab. 3.1 Vývoj inflačního cílování České národní banky

Vývoj inflačního cílování ČNB								
	1998	1999	2000	2001	2002	2005	2006	2010
Inflační cíl v (%)	5,5-6,5	4,0-5,0	3,5-5,5	2,0-4,0	3,0-5,0	2,0-4,0	3	2
Plnění k roku	1998	1999	2000	2001	2002	2005	2009	2010>

Zdroj: ČNB (2016a), vlastní zpracování

3.4 Měnová politika České národní banky po roce 2007

Měnovou politiku ČNB v tomto období výrazně ovlivnil největší bankrot v amerických dějinách. Pád investiční banky Lehman Brothers 15. září roku 2008. Obrovský šok pro světové akciové trhy, pro svět začátek největší ekonomické krize od třicátých let minulého století a pro Českou ekonomiku propad ze samého vrcholu konjunktury do nejhlubší recese v jejích novodobých dějinách.

Dle národní ekonomické rady vlády (2009) byl hospodářský vývoj v České republice do příchodu globální finanční krize rychlejší než v některých zemích eurozóny a

makroekonomické ukazatele téměř kopírovaly hodnoty maastrichtských kritérií. Pozitivní makroekonomické podmínky měly dobrý vliv na devizový kurz koruny, který reálně posiloval. V tomto období dokonce patřila česká koruna k nejrychleji posilujícím měnám na světě. Celková výchozí situace domácího finančního systému byla v začátcích krize příznivá.

Česká ekonomika měla dostatečný přebytek likvidity, vyznačovala se nízkým podílem poskytovaných úvěrů v cizích měnách, a také vlastnila jen zanedbatelné množství tzv. „toxických aktiv s vysokou ziskovostí (méně než 1 %). Nízký byl také zahraniční dluh, a i deficit veřejných financí se po vypuknutí krize jeví jako udržitelné a nijak neohrožující českou ekonomiku. Zevnitř byla tedy česká ekonomika v letech 2007-2008 v celkem přívětivé a stabilizované situaci, jak dokládají údaje z Tab. 3.2 (ČNB, 2010a).

Tab. 3.2 Hospodářský vývoj České republiky po roce 2007

Hospodářský vývoj České republiky								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reálný HDP	5,5	2,5	-4,7	2,1	2	-0,7	-0,7	2,4
Inflace (CPI)	3	6,3	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,08
Nezaměstnanost	5,32	4,39	6,66	7,28	6,71	6,98	6,95	5,9
Dlouhodobé úrokové sazby	4,3	4,63	4,83	3,88	3,71	2,78	2,11	1,58
Krátkodobé úrokové sazby	3,1	4,04	2,19	1,31	1,19	1	0,46	0,36

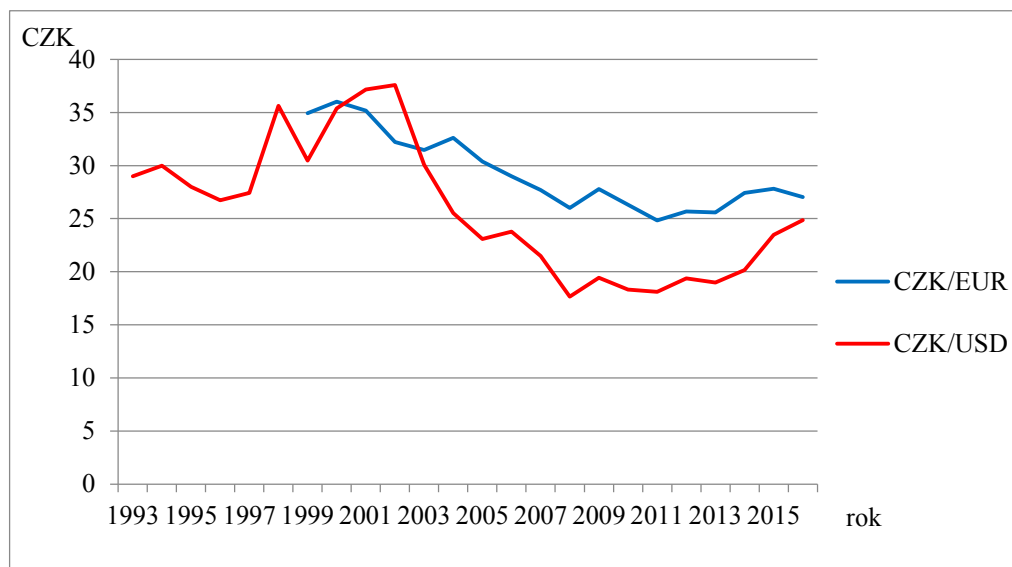
Zdroj: OECD (2016a), vlastní zpracování

Finanční a ekonomická krize se v České republice začala pomalu, ale jistě projevovala zvenčí. Reálná ekonomika byla kvůli své otevřenosti, závislosti na exportu a celkové struktuře dosti postižena. Malá otevřená ekonomika, která je ve značné míře závislá na hospodářské situaci v okolních zemích, zejména pak na vývoj v Německu, neměla šanci odolat vnějším vlivům. S poklesem zahraniční poptávky, tak začala klesat i poptávka na domácím trhu. Tento pokles vedl ke snížení exportu, postupnému omezení výroby a vzrostla také míra nezaměstnanosti. S negativními vlivy pak ruku v ruce rostly projevy negativních očekávání ze strany ekonomických subjektů. Domácnosti hromadily své úspory a maloobchodům dlouhodobě klesaly tržby, což pro rysy české ekonomiky bylo velice netypické (Hampl, 2015). V souvislosti s markantním poklesem vnější poptávky tak postupně poklesla i tolik potřebná důvěra ekonomických subjektů napříč celým regionem. Guvernér ČNB označil tehdy světovou krizi pro Českou republiku jako krizi „dovezenou“ (ČNB, 2009).

Světová finanční a hospodářská krize s sebou nakonec přinesla přetrvávající vysokou míru nejistoty i pro veškeré podnikatelské subjekty, finanční instituce a domácnosti v České republice. Obecně bankovní sektor nebyl v této době zdrojem výraznějších rizik, avšak rapidně se zpomalilo tempo růstu úvěrů, zvýšila se míra nejistoty ohledně vývoje ekonomické

aktivity, cen produkce, úrokových sazeb aj. Začaly narůstat ztráty z úvěrů a ztráty z vlastnictví cenných papírů. Kurz české koruny byl silně ovlivněn turbulencemi na světových finančních trzích, v jejichž důsledku v roce 2009 znehodnotil, viz graf 3.1.

Graf 3.1 Vývoj devizového kurzu koruny vůči euru a dolaru od roku 1993

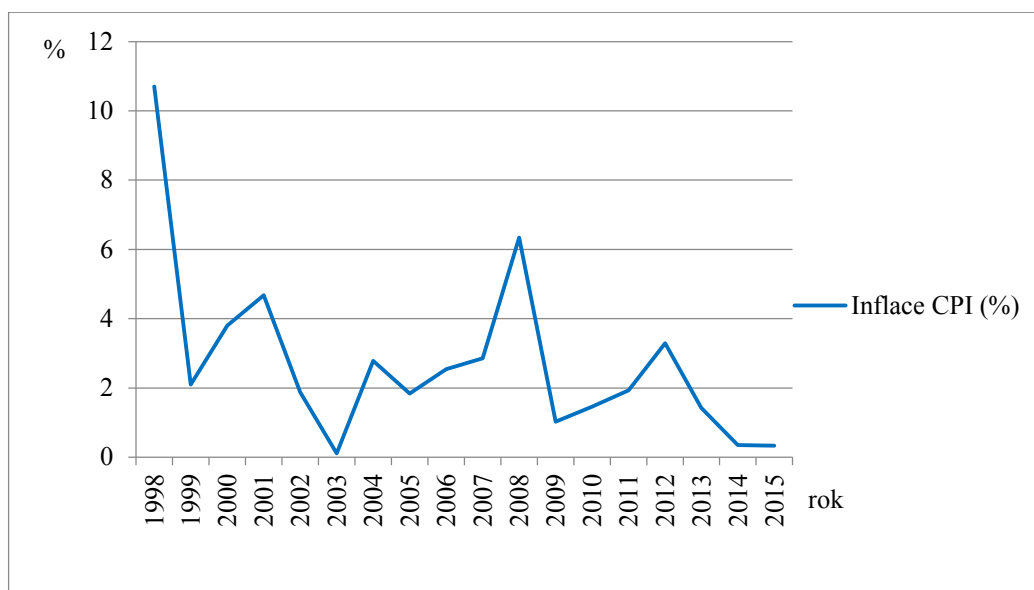


Zdroj: ČNB (2016j), vlastní zpracování

Česká národní banka musela na vzniklý problém reagovat a členové bankovní rady se rozhodli pro provádění expanzivní monetární politiky. ČNB začala snižováním úrokových sazeb a postupně dodávala potřebnou likviditu do bankovního sektoru, prostřednictvím operací na volném trhu. ČNB tímto krokem přispěla ke stabilizaci bankovního sektoru. ČNB (2016g) v této souvislosti uvedla, že výhodou české ekonomiky se ukázal být plovoucí kurz koruny, který reagoval na příchod krize oslabením, a tím pomohl ekonomice lépe se vypořádat s poklesem poptávky a s klesajícími cenami.

V tomto období bylo pro ČNB také velice obtížné cílování inflace. Jelikož v malé otevřené ekonomice, není vůbec jednoduché s předstihem a správně predikovat vývoj inflace, když je ekonomika dosti závislá na hospodářské situaci v okolních zemích. Inflační vývoj v České republice byl proto světovou krizí značně zasažen. Právě od této doby se česká ekonomika potýká s dezinflačním vývojem, jak je možné vidět v následujícím grafu 3.2. Prognózy ČNB naznačovaly, že inflace na přelomu let 2008-2009 výrazně poklesne a bude neustále klesat. I přes postupné snižování úrokových sazeb centrální bankou se riziko nízké inflace ukázalo jako aktuální a i další prognóza se začala výrazně pohybovat protiinflačním směrem (ČNB, 2010a).

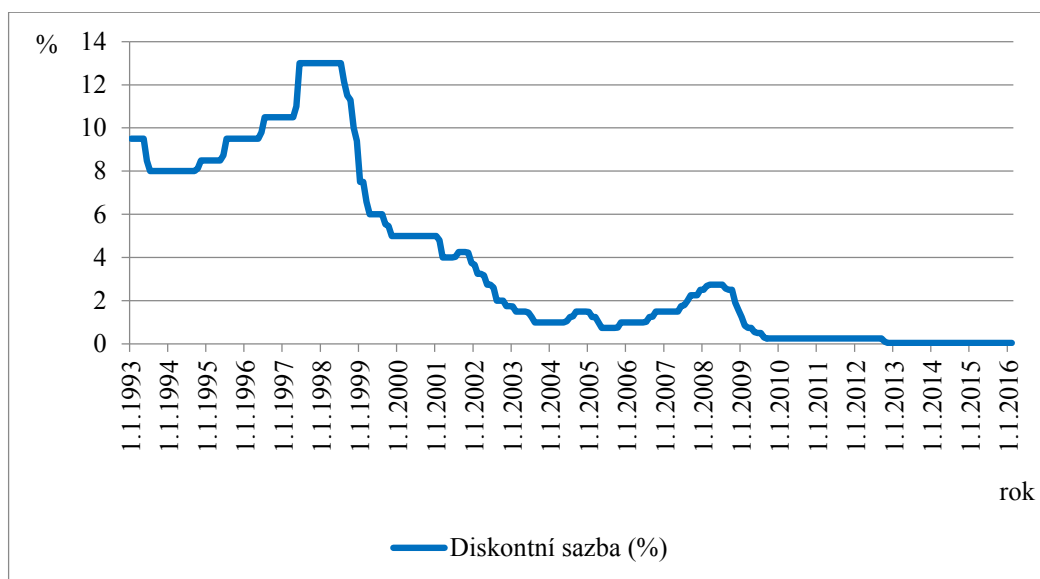
Graf 3.2 Vývoj míry inflace (CPI) v %, od roku 1998



Zdroj: ČSÚ (2016a), OECD (2016b), vlastní zpracování

V roce 2010 docházelo k postupnému oživování ekonomiky nejen v České republice, ale i v ostatních členských zemích Evropské unie. Takovýto vývoj byl dle Hospodářské komory ČR (2011) způsoben především oživením německé ekonomiky. Díky opětovnému nastartování zahraniční poptávky došlo primárně k oživení průmyslové výroby, a to především výroby automobilů a elektrických strojů. Toto oživení ekonomiky bylo ale jen dočasné a na počátku roku 2012 se stav české ekonomiky opět zhoršoval. Pokračující špatná ekonomická situace v Evropské unii bránila rychlejšímu a efektivnějšímu oživení evropských ekonomik včetně české. V roce 2011 pak nastoupila dluhová krize v eurozóně, která vedla k dalšímu výraznému zpomalení ekonomického růstu v následujících dvou letech (ČNB, 2016e). Jako reakci na negativní ekonomický vývoj snížila ČNB ve stejném roce úrokové sazby na své historické minimum, viz graf 3.3. Tímto způsobem reagovala na celkový ekonomický pokles a na prognózu ohledně budoucího inflačního vývoje. Prognóza se nakonec bohužel ukázala jako správná a inflace se dostala až k samotné spodní hranici tolerančního pásma. Opětovný pokles ekonomiky, růst nezaměstnanosti, snižování příjmů a spotřeby domácností, snížení zisků firem a inflace se rázem nachází pod svým cílem s reálnou hrozbou deflace (ČNB, 2012b).

Graf 3.3 Vývoj diskontní sazby (%) ČNB od roku 1993



Zdroj: ČNB (2016k), vlastní zpracování

ČNB (2016d) v souvislosti s touto skutečností již od podzimu roku 2012 upozorňovala, že pokud bude potřeba nadále uvolňovat měnovou politiku, je připravena použít své další nástroje. Viceguvernér ČNB Mojmír Hampl ve své prezentaci v roce 2014 vzpomenu, že existoval i jiný způsob, jak tehdy měnovou politiku nadále uvolňovat. Například prostřednictvím záporné úrokové sazby. Tato varianta však v podmínkách české ekonomiky nepřípadala v úvahu. Důvodem byla hrozba konfliktu s právní legislativou, jelikož úrokové sazby ukládané ČNB jsou v mnoha případech základem pro stanovování sankcí. Pokud by tedy ČNB bez potřebné úpravy zákona použila záporné úrokové sazby, docházelo by k velice zvláštním, ne-li bizarním situacím, kdy by každý sankciovaný subjekt de facto svým postihem získával (Hampl, 2014). Podle Miroslava Singera i podle Mojmíra Hampla tehdy tuzemská ekonomika potřebovala snížení úrokových sazeb ještě alespoň o jeden procentní bod. Takovéto snížení by však znamenalo nerealizovatelnou hodnotu záporných úrokových sazeb na úrovni -0,9 procenta (Singer, 2013). Dle ČNB (2016d) bylo i Mezinárodním měnovým fondem doporučeno, aby v situaci, kdy již nemůže centrální banka dále snižovat úrokové sazby, začala intervenovat právě pomocí měnového kurzu. Také podle Nowotného a kol. (2014) jsou devizové intervence, jakožto nástroj centrální banky, doporučovány při dezinflačním či deflačním vývoji a úrokových sazbách, které dosahují minimální hodnoty.

Podkladem pro rozhodnutí o zahájení intervencí na devizovém trhu byly také ekonomické analýzy ČNB. Česká národní banka je v podvědomí centrálních bank a mezinárodních institucí ilustrována jako uznávaná kapacita právě v oblasti ekonomického

modelování a prognóz. Tyto prognózy v souvislosti s ekonomickou situací jasně ukázaly, že při nečinnosti měnové politiky by se česká ekonomika mohla v roce 2014 dostat do deflace. Nejvhodnějším nástrojem pro uvolnění měnových podmínek byl tedy v tomto případě měnový kurz. K řešení tohoto problému pomocí devizových intervencí se nerozhodla jen Česká republika, ale také země jako je například Švýcarsko, Maďarsko či Slovensko (ČNB 2012). Dle vyjádření bankovní rady ČNB bylo toto rozhodnutí možná netradiční, ale správné. Měnový kurz je totiž v podmínkách malé otevřené ekonomiky velice účinným nástrojem, díky kterému dojde ke zvýšení dovozních cen, domácí cenové hladiny a tedy ke stabilizaci inflace v okolí inflačního cíle. Prostřednictvím zvýšení dovozních cen dojde k podpoře tuzemského zboží, celkově pak dojde k oživení výroby domácích firem, poroste zaměstnanost, mzdy a zvýší se ochota domácností utrácet.

Rozhodnutí ČNB a pouhé vyhlášení o kurzových intervencích vedlo na přelomu roku 2012-2013 k oslabení kurzu koruny, čímž došlo ke zbrzdění desinflačních tlaků v ekonomice. ČNB ve veřejné komunikaci již od roku 2012 jasně informovala o potřebě uvolnění měnové politiky, aby ochránila stabilitu cenové hladiny, i o tom, jakým způsobem hodlá tohoto závazku dostát. Na několika tiskových konferencích pak přímo zazněla pravděpodobnost zahájení devizových intervencí, která byla zdůrazňována jako velmi vysoká (ČNB, 2015).

V důsledku přetrvávající hospodářské recese a navzdory snaze ČNB došlo v roce 2013 k dalšímu snižování inflace. A tak vzhledem k dosti reálné deflační hrozbě a faktu, že úrokové sazby jsou na technické nule a tudíž už nemohou dále klesat, bylo na schůzi bankovní rady na podzim roku 2013 definitivně rozhodnuto o zahájení devizových intervencí, a to dnem 7. 11. 2013.

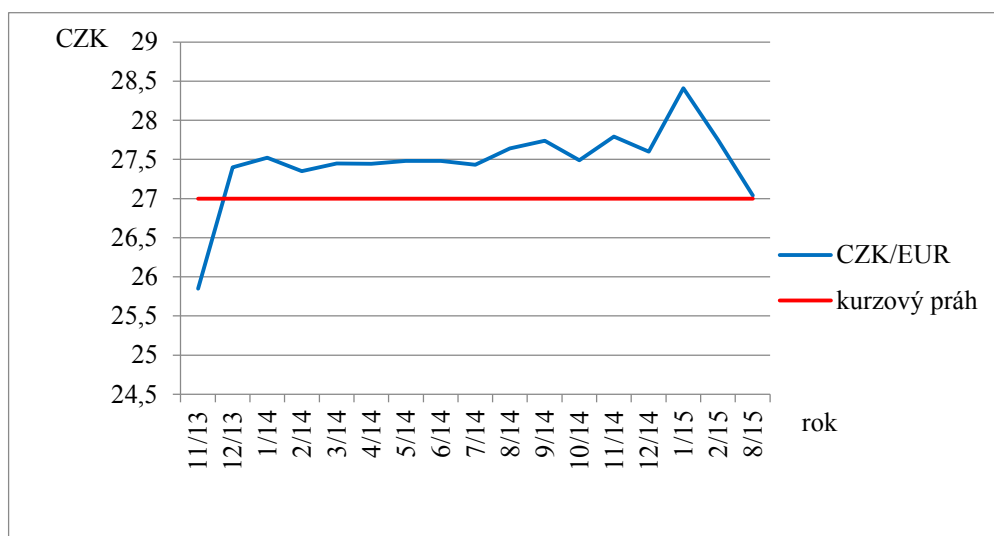
3.5 Měnová politika České národní banky od počátku režimu kurzového závazku

Rozhodnutí začít používat jako nástroj měnové politiky právě kurz koruny bylo jedno z nejzásadnějších rozhodnutí ČNB za poslední desetiletí (ČNB, 2015).

Bankovní rada stanovila udržení kurzu koruny v blízkosti hladiny 27 CZK/EUR a snížila tak kurz koruny vůči euru o 4,7 %. ČNB oficiálně deklarovala vyhlášení **jednostranného kurzového závazku**, tzn., že světu sdělila svou připravenost neomezeně intervenovat na trhu, tak dlouho a v takovém rozsahu, aby zajistila požadovanou hodnotu měnového kurzu, respektive splnění inflačního cíle (Franta a kol., 2014). Jen o několik málo hodin později, co Česká národní banka veřejně vyhlásila svůj kurzový závazek a začala intervenovat, kurz koruny vůči euru deprecioval až na 26,96 koruny za euro. Přičemž v dopoledních hodinách téhož dne byl kurz okolo 25,80 korun za euro (ČNB, 2013a).

V grafu 3.4 je zaznamenán skutečný vývoj kurzu koruny vůči stanovenému kurzovému práhu 27 CZK/ EUR v následujících měsících po intervenci.

Graf 3.4 Skutečný kurz koruny vs kurzový práh 27 CZK/ EUR

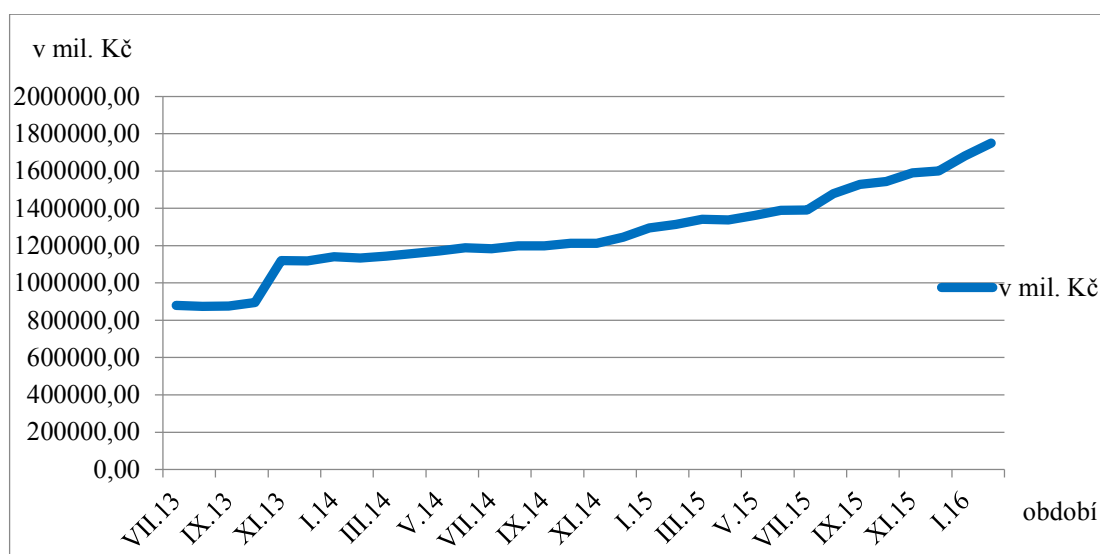


Zdroj: ČNB (2014), vlastní zpracování

Pokud by však hrozilo posílení koruny i po provedení intervencí, byla by ČNB připravena zahájit další intervence, tzn. prodávat koruny a nakupovat devíza (eura).

ČNB nakoupila v prvních dvou týdnech devizové rezervy za přibližně 200 miliard korun. V procentech pak vzrostla jejich zásoba meziročně o přibližně 20 %. Při samotném provádění intervencí tak ČNB získala listopadovou intervencí dohromady 7 499 milionů eur. Intervence jsou brány jako běžný obchod a zdaleka nejsou prostým utrácením korun, ale jsou investicí, která vede k nárůstu devizových rezerv banky. Finanční krize bankovnímu světu jasně ukázala, že výhodou pro finanční stabilitu země jsou spíše vyšší než nižší devizové rezervy, a právě díky oslabení kurzu koruny hrozba deflační pastí v české ekonomice pominula a ekonomický růst zrychlil (ČNB, 2013a).

Graf 3.5 Objem devizových rezerv ČNB



Zdroj: ČNB (2016c), vlastní zpracování

Česká národní banka poté intervenovala ještě několikrát v průběhu roku 2015, z důvodu posilování kurzu koruny, a to v měsíci červenci, srpnu, září, listopadu a prosinci. Celkem ke svým devizovým operacím za toto období použila zhruba 240 mld. korun. Zatím poslední zveřejněná intervence ČNB proběhla v lednu roku 2016 za zhruba 58 mld. korun. V konečném součtu tedy činily devizové rezervy ČNB k 29. únoru 2016 částku 64,658 milionů eur (501 mld. Kč) a od roku 2013 se tak téměř zdvojnásobily.

Bankovní rada ČNB v březnu roku 2016 uvedla, že je rozhodnuta ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tzn. na technické nule, a tudíž i nadále používat devizový kurz jako nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB je tedy stále připravena bez dalších konzultací a rozhodnutí automaticky provádět časově i objemově neomezené intervence. Toto rozhodnutí ČNB vychází ze znění stávající prognózy ohledně inflačního vývoje. Prognóza ČNB předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky nejméně do konce roku 2016, jelikož se inflace stále nachází pod dvouprocentním cílem a předpokládané zvýšení na cílovou úroveň je v první polovině roku 2017. Právě v tomto roce má být dle prognóz ČNB naplněna podmínka pro návrat do standardního režimu měnové politiky (ČNB, 2016c).

4 Důsledky devizových intervencí České národní banky

Tato kapitola je stěžejní částí celé práce. Pomocí grafické analýzy a statistické deskripce časového vývoje makroekonomických ukazatelů, jsou zde zkoumány důsledky devizových intervencí České národní banky. Z porovnání vývoje těchto veličin v daném časovém období lze vyčíst, zda byly devizové intervence krok správným směrem pro ekonomiku, která se od roku 2009 potýkala s hlubokou recesí.

Cílem této kapitoly je vyhodnotit dopady devizových intervencí České národní banky na tuzemskou ekonomiku a dále posoudit, zda byla naplněna očekávání ČNB v oblasti růstu HDP, poklesu míry nezaměstnanosti, podpory exportu, růstu domácí spotřeby aj.

Devizové intervence, které Česká národní banka používá jako svůj měnový nástroj k udržení kurzu koruny k euru nad úrovní 27 CZK/EUR od roku 2013, se staly velmi diskutovaným celorepublikovým tématem, jak mezi odbornou, tak i laickou veřejností. Z tohoto důvodu je i závěr kapitoly věnován diskuzím, které po celou dobu doprovázely aktivitu ČNB na měnovém trhu.

4.1 Kurzový zásah ČNB v kontextu makroekonomických veličin

Česká národní banka ve své výroční zprávě z roku 2013 prezentovala podněty, ke kterým mělo mimo jiné v důsledku devizových intervencí dojít. K těm stěžejním pak patřily vzrůst cenové konkurenceschopnosti českých vývozců, podpoření poptávky po zboží českého původu i na domácím trhu, vzrůst spotřeby domácností či vzrůst odbytu českých firem (ČNB, 2013d). Tuzemská ekonomika se před zásahem ČNB nacházela v nepříznivé situaci, která byla podpořena negativním sentimentem ekonomických subjektů, ze strany domácností i firem. Došlo ke ztrátě důvěry v budoucnost a koncentraci spotřebitelů na velmi krátké období. Negativní sentiment se promítal zejména v nezvyklém šetření domácností, v ekonomice chyběla poptávka, jejíž nedostatek se projevoval dlouhodobým poklesem maloobchodních cen. Dále systematicky klesala řada dalších cen, jako ceny tržních služeb, ceny nemovitostí, ceny stavebních prací, ceny výrobců (PPI) aj. Jinými slovy se ekonomika nacházela v situaci nedostatečné poptávky, která vyvolala plošný pokles cen.

Klíčové ukazatele tuzemské ekonomiky a jejich hodnoty jsou popsány v Tab. 4.1. Data dostupná ke dni 7.11.2013 zachycují situaci ekonomiky před uvolněním měnových podmínek. Tvorba hrubého fixního kapitálu neboli investice klesaly několikrát rok za sebou a to poměrně dramatickými tempy, protože podniky měly v období recese tendenci si hotovost spíše hromadit a neinvestovat. Domácnosti otálely s nákupy v očekávání, že ceny poklesnou

ještě více. Podnikům pak nezbývalo nic jiného než začít snižovat ceny a zároveň své náklady, a to tím způsobem, že začaly snižovat mzdy či omezovat počty svých zaměstnanců.

Tento trend podniků pak zapříčil situaci, kdy se na konci roku 2013 investice propadly k číslu - 5,2 %. Míra nezaměstnanosti sice malými tempy, ale v rostoucím trendu postupně narůstala, až stejného roku dosáhla hodnoty 7,1 %. Počet volných pracovních míst pak klesl na pouhých 39 tisíc. Jediný růst spotřebitelských cen se držel těsně nad nulou, a to z důvodu, že tehdejší vlády opakovaně prováděly zvyšování nepřímých daní, konkrétně DPH. Obecně jsou totiž změny nepřímých daní faktory, na které měnová politika nereaguje a tzv. je výjimkuje. Díky tomuto zásahu prostřednictvím fiskální politiky tak nehrozil pád do deflace (Hampl, 2015).

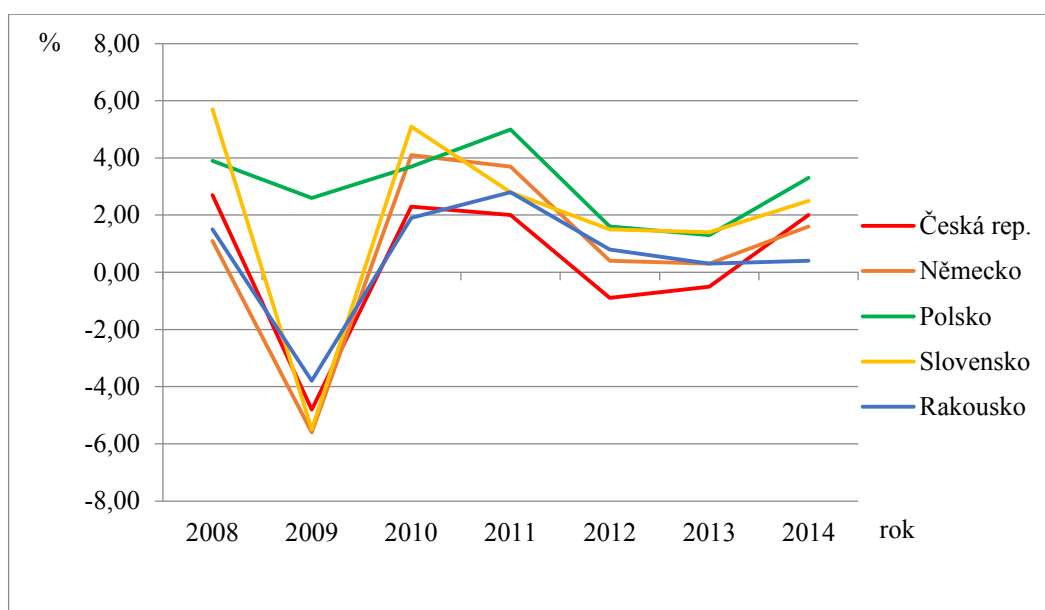
Tab. 4.1 Klíčové ukazatele ČNB

Klíčové ukazatele ČNB (meziročně)	Data dostupná k 7. 11. 2013	Data dostupná k 9. 4. 2015
Hrubý domácí produkt	-1,3 %	1,4 %
Index spotřebitelských cen (CPI)	1,0 %	0,2 %
Výdaje domácností na konečnou spotřebu	0,0 %	2,0 %
Tvorba hrubého fixního kapitálu	-5,2 %	4,3 %
Počet volných pracovních míst	39 040	77 497
Obecná míra nezaměstnanosti	7,1 %	5,6 %

Zdroj: Hampl, ČNB (2015), vlastní zpracování

Rok a půl po devizové intervenci ČNB jsou makroekonomické ukazatele znázorněny v posledním sloupci tabulky, kde je vidět znatelný pozitivní růst, ve všech směrech. V rámci Evropské unie se Česká republika nacházela v roce 2013 mezi zeměmi jako Kypr, Řecko či Itálie, které byly světovou krizí postiženy nejvíce. Během čtyř čtvrtletí po uvolnění měnové politiky Českou národní bankou se pak vyšplhala mezi 1/3 zemí EU s nejrychlejším růstem ekonomiky. Růst HDP zaznamenal pozitivní vývoj z - 1,3 % na 1,4 %. Nezaměstnanost začala konečně klesat, a to výraznými tempy, a ČR se dostala na přední příčky v nejnižší nezaměstnanosti v rámci celé EU. Počet volných pracovních míst rostl v souvislosti s oživením trhu práce. Výdaje domácností na konečnou spotřebu také vzrostly o 2 %. Veškeré oživení tuzemské ekonomiky se událo v situaci velmi nízkého růstu cen, kdy byla inflace pouze okolo 0,2 %.

Graf 4.1 Srovnání růstu HDP se sousedními zeměmi ČR (meziročně v %)



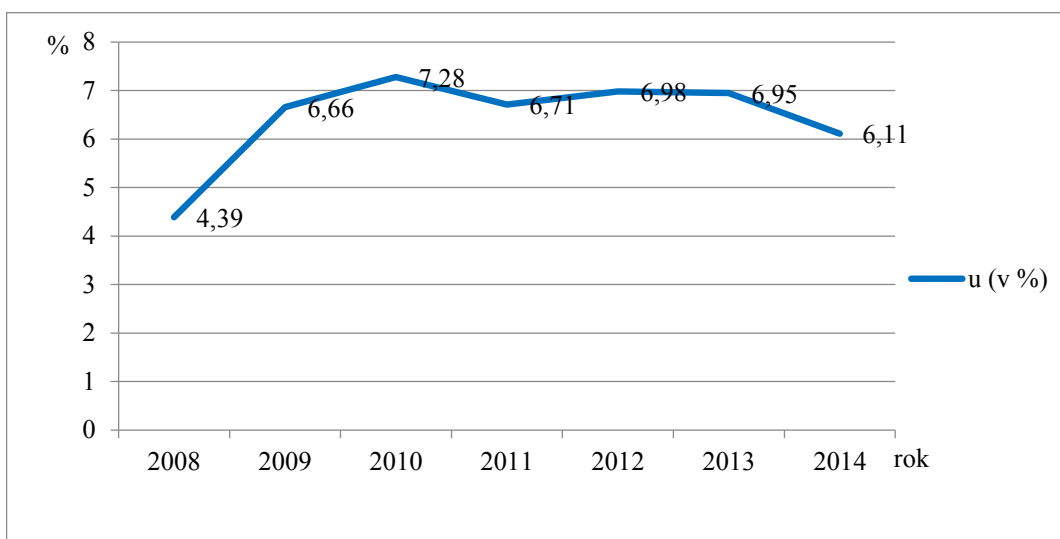
Zdroj: Eurostat (2016a), vlastní zpracování

V grafu 4.1 je srovnán vývoj meziročního růstu HDP se sousedními zeměmi České republiky Německem, Polskem, Slovenskem a Rakouskem. Údaje jsou porovnány v období let 2008-2014. Vývoj HDP ve všech těchto zemích zaznamenal největší propad v roce 2009, kdy se tempo růstu HDP vyvíjelo v záporných hodnotách, kromě Polska. Během následujícího období se tempo růstu HDP v jednotlivých zemích pomalu dostávalo zpět k předkrizovým hodnotám, až na Českou republiku. Z grafu je patrné, že tempo růstu HDP ČR zůstávalo až do provedení devizových intervencí v roce 2013 nejnižší ve středoevropském regionu. V průběhu roku 2014 se podařilo obnovit tempo růstu téměř na předkrizovou úroveň a dokonce předběhnout ve vývoji země jako Německo či Rakousko. Oslabení kurzu tudíž významnou měrou přispělo k odvrácení deflační hrozby a podpořilo oživení ekonomiky (Singer, 2014).

Dalším důležitým makroekonomickým ukazatelem je vývoj nezaměstnanosti, znázorněn v grafu 4.2. Světová hospodářská krize se v míře nezaměstnanosti začala projevovat v roce 2009, kdy obecná míra nezaměstnanosti vzrostla oproti minulému roku o více než dva procentní body. Nejvíce byly postiženy sektory průmyslové výroby, stavebnictví a služeb ČSÚ (2011). V roce 2010 pak byla největší obecná míra nezaměstnanosti ve sledovaném období vůbec, dosahovala hodnoty 7,3 %. Dle ČSÚ je v tomto období recese zaznamenána také nejvyšší dlouhodobá míra nezaměstnanosti v ČR, ve výši 3 %. Dalším nepříznivým ukazatelem je počet nezaměstnaných, jejichž počet v roce 2010 dosáhl přes 383 tisíc obyvatel. Takovýto negativní vývoj zaznamenával tuzemský trh práce až do roku 2014,

kdy obecná míra nezaměstnanosti opustila klesající trend, což je připisováno meziročnímu oživení růstu ekonomiky (viz graf 4.1).

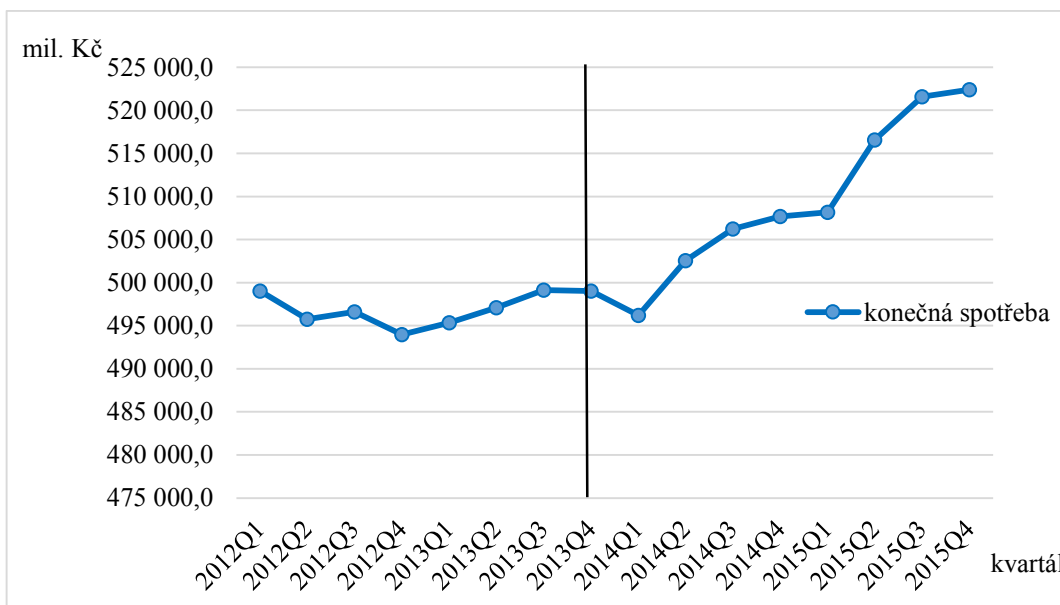
Graf 4.2 Vývoj nezaměstnanosti v ČR v letech 2008-2014



Zdroj: Eurostat (2016c), vlastní zpracování

Konečná spotřeba domácností, ilustrována v grafu 4.3 je dalším sledovaným makroekonomickým ukazatelem, který v sobě zahrnuje výdaje na výrobky a služby, díky kterým domácnosti uspokojují své potřeby, a které jsou hrazeny z příjmů domácností. Vývoj spotřeby domácností je v následujícím grafu vyjádřen v mil. Kč, ve stálých cenách roku 2010, které jsou sezónně očištěné v čase od prvního kvartálu roku 2012 až po poslední kvartál roku 2015. Svislá černá čára značí počátek kurzových intervencí v listopadu roku 2013.

Graf 4.3 Vývoj konečné spotřeby domácností



Zdroj: Eurostat (2016a), vlastní zpracování

Konečná spotřeba vykazovala ihned po provedení devizových intervencí viditelný pokles, který mohl být způsoben negativním vnímáním devizových intervencí ze strany spotřebitelů. V prvním kvartálu roku 2014 tak celková spotřeba domácností poklesla téměř o 5 000 mil. Kč. Toto spotřebitelské chování je však při každém zásahu do ekonomiky očekávané, a tak stejně tento krátkodobý pokles očekávala i ČNB. Od druhého čtvrtletí roku 2014 již celková spotřeba zaznamenala značný růst, který byl udržován i v následujících měsících. Právě uvolnění měnových podmínek se mělo dle ČNB stát impulsem pro spotřebitele, aby přestali odkládat své nákupy a začali spotřebovávat okamžitě. Očekávání ČNB byla tedy v tomto ohledu naplněna a celková spotřeba domácností již v dalších kvartálech let 2014-2015 zaznamenává pouze rostoucí trend.

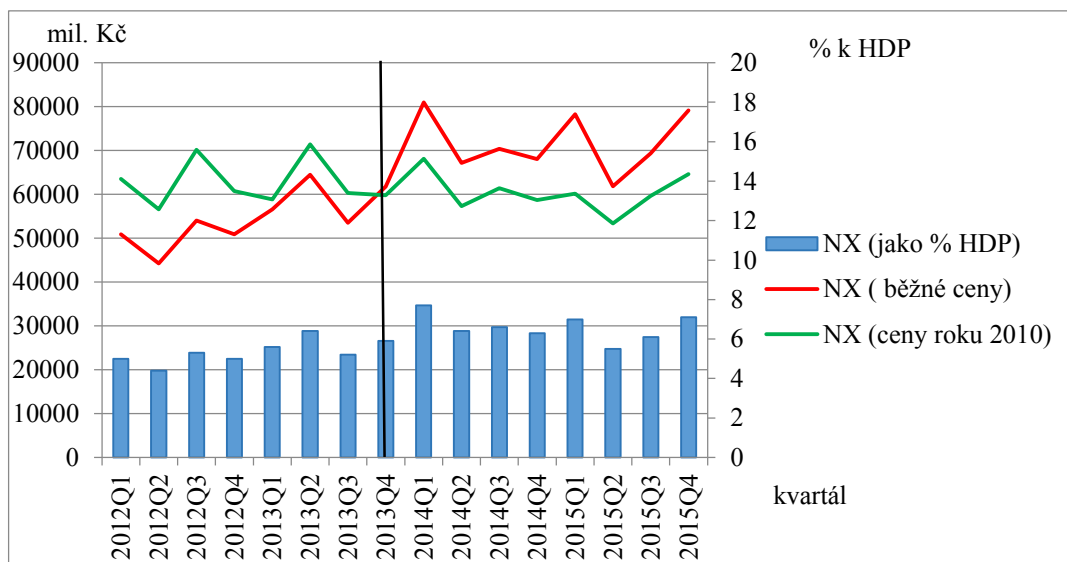
Jak již bylo zmíněno výše, ČNB ve své výroční zprávě z roku 2013 apelovala na fakt, že díky devizovým intervencím vzroste v průběhu roku 2014 cenová konkurenceschopnost českých vývozců. K analýze důsledků a k ověření relevantnosti tohoto tvrzení je nutné vysvětlení dopadu deprecie na vývoz zboží a služeb. Jednoduché vysvětlení na úvod: pokud tuzemská firma vyváží své výrobky z České republiky např. do Německa a náklady na její výrobu obecně tvoří mzda zaměstnancům a materiál, ze kterého firma výrobky vyrábí, je logické, že pokud byly před intervencí náklady 20 korun na jednotku produkce a firma prodávala své zboží za jedno euro, pak v Německu při kurzu 25 CZK/EUR získala 5 korun na každé jednotce produkce. Pakliže po intervencích došlo k oslabení kurzu koruny na 27 CZK/EUR, zisk firmy vzrostl na 7 korun. Tento laický příklad ukazuje, že v rámci konkurenčního boje mezi firmami disponuje tato firma jasnou konkurenční výhodou, která by měla mít za důsledek daleko větší vyvezený objem výrobků. Firma si totiž může dovolit snížit svou prodejní cenu výrobků až o 2 koruny, a přitom si zachovat svůj zisk 5 korun.

Aby však deprecie měny vedla až ke zlepšení výkonové bilance, tedy ke zlepšení hodnot čistého exportu (NX), musí platit tzv. Marshall- Lernerova podmínka, která vysvětluje, že snížení kurzu koruny povede ke zlepšení salda výkonové bilance jen tehdy, bude-li součet elasticity domácí poptávky po importu a elasticity zahraniční poptávky po domácím exportu v absolutní hodnotě větší než jedna. Zároveň platí, že zahraniční i domácí cenová hladina jsou neměnné a exportní i importní nabídka jsou nekonečně elastické (Mandel & Tomšík, 2008).

V grafu 4.4 je znázorněn vývoj čistého exportu v jednotlivých kvartálech let 2012-2015. Levá osa zobrazuje vývoj čistého exportu v běžných cenách a stálých cenách roku 2010 v mil. Kč a pravá osa zobrazuje vývoj podílu čistého exportu na HDP. Data jsou sezónně očištěná.

Výkonová bilance neboli čistý export v běžných cenách má v České republice rostoucí trend již řadu let a z grafu 4.4 je patrné, že intervencí nedošlo k žádné změně tohoto trendu. V roce 2013 měl vývoj podílu NX na HDP rostoucí charakter, avšak ke konci tohoto roku se jeho podíl na HDP viditelně snižoval. Ihned v prvním kvartálu roku 2014, tzn. po vyhlášení kurzového závazku, dosáhl podíl NX na HDP ve sledovaném období své dosavadní maximum (téměř 8 % k HDP). To, co devizové intervence způsobily ve vývoji čistého exportu je, že kromě druhého a třetího kvartálu roku 2015 klesl jejich podíl na HDP „jen“ k maximální hodnotě předintervenčního období. V průměru pak došlo k značnému nárůstu podílu čistého exportu na HDP. Při pohledu na vývoj NX ve stálých cenách roku 2010 (zelená linie) lze zaznamenat mírně klesající trend v průběhu celého sledovaného období, zejména pak od třetího kvartálu roku 2014 do druhého kvartálu roku 2015. V kombinaci s vývojem NX v běžných cenách (červená linie) tak může být devizovým intervencím připsán výraznější cenový efekt (zlepšení vývoje směnných poměrů v české měně) než efekt objemový, což se dalo očekávat od formy zásahu, jakou devizové intervence jsou. Nárůst NX v běžných cenách způsobil, že v prvním kvartálu roku 2014 čeští exportéři utržili za exportované zboží o zhruba 20 000 mil. Kč více než v předchozím roce. Pro hlubší analýzu čistého exportu NX, bude v následující části práce věnována pozornost exportu a importu České republiky.

Graf 4.4 Vývoj čistého exportu v ČR (2012-2015)

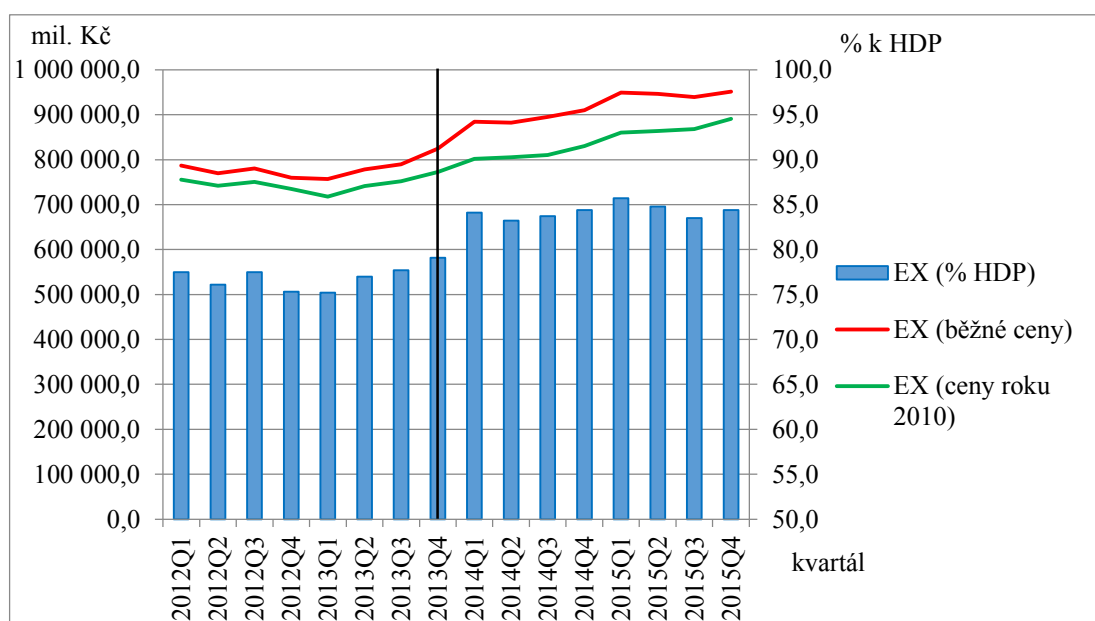


Zdroj: Eurostat (2016b), vlastní zpracování

Dalším sledovaným ukazatelem je hodnota vývozu (export). V grafu jsou opět použita sezónně očištěná kvartální data a popis os je stejný jako v grafu předchozím. Hodnota tuzemských vývozů zaznamenala v následujícím roce po intervencích oživení, a dále má tendenci se zvyšovat (právě o tuto hodnotu se opírají mnohé pro-intervenční argumenty).

Z grafu 4.5 je zřejmé, že v letech 2012-2013 hodnota vývozu fluktovala kolem 750 mil. Kč a k zřetelnému nárůstu došlo právě v době devizových intervencí, a to v posledním kvartálu roku 2013, kdy byl zaznamenán nárůst hodnoty vývozu o necelých 100 000 mil. Kč. Pozornost si také zaslouží období od prvního kvartálu roku 2014. Od této chvíle se totiž rapidně zvýšil podíl exportních cen na vývoji HDP a v žádném z následujících období se již zpět nepřiblížil k nižším hodnotám, které byly znatelné před intervencí. Vývoj běžných cen a stálých cen roku 2010 také zaznamenal v průběhu sledovaného období viditelnou změnu. Export v běžných cenách rostl v prvních měsících po intervenci rychleji než export ve stálých cenách, což mohlo být způsobeno na základě termínových obchodů či neochoty přenést celkový cenový šok do měny zahraniční, tzn., že ihned po provedení devizových intervencí docházelo na trhu k situacím, kdy čeští exportéři vlivem oslabení kurzu koruny získávali za své zboží větší obnos peněz, jelikož ceny jejich statků a služeb byly v přepočtu na eura stále stejné, ale směnný kurz CZK/EUR se změnil. Z tohoto vývoje lze konstatovat, že devizové intervence vedly k růstu exportních cen v CZK. V grafu je pak tento vývoj zaznamenán větším rozdílem v růstu běžných a stálých cen, kdy po intervencích došlo k viditelnému roztažení červené a zelené linie, jejíž rozpětí bylo do konce roku 2013 téměř konstantní.

Graf 4.5 Vývoj exportu v ČR (2012-2015)



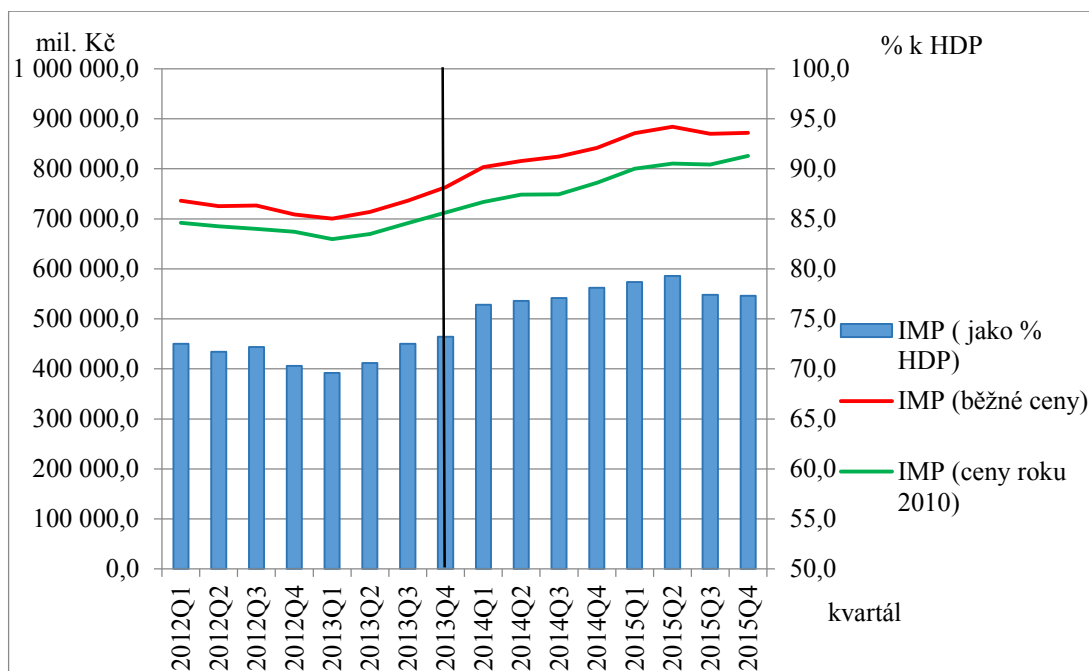
Zdroj: Eurostat (2016b), vlastní zpracování

Z uvedených údajů lze konstatovat, že tuzemští exportéři si vlivem intervence ČNB polepšili a byli schopni reagovat na devalvaci koruny, postupně přizpůsobit své ceny, a tím pak navýšit zisky. Od tohoto období pak ceny vyváženého zboží z ČR vzrostly. Za jeden měsíc stouply prosincové ceny roku 2013 oproti cenám vývozu z listopadu stejného roku o

2,2 %, což byl druhý nejvyšší zaznamenaný meziměsíční růst exportních cen od roku 2009 (Dubská, 2014).

Devizové intervence jsou však v ekonomice krokem cyklickým, nikoli strukturálním, a tak až další budoucí vývoj ekonomiky ukáže, zdali čeští exportéři využili oslabení kurzu koruny k posílení celkové exportní konkurenceschopnosti či nikoli.

Graf 4.6 Vývoj importu v ČR (2012-2015)



Zdroj: Eurostat (2016b), vlastní zpracování

Posledním analyzovaným makroekonomickým ukazatelem, který má bezesporu přímý vliv na vývoj čistého exportu je hodnota dovozu (import). Vývoj importu je znázorněn v grafu 4.6, kde levá osa opět zobrazuje vývoj běžných cen a stálých cen roku 2010 v mil. Kč a pravá osa znázorňuje podíl importu na růstu HDP, data jsou sezónně očištěná a vyjádřena kvartálně v období let 2012-2015.

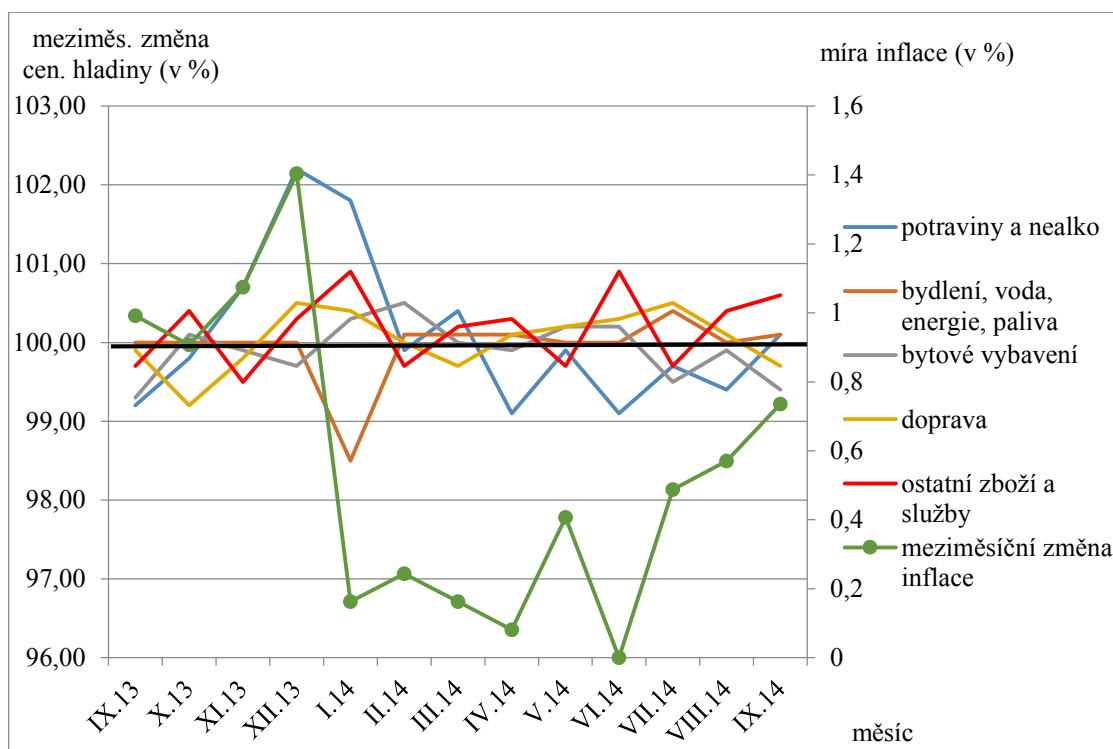
Cenový vývoj importovaného zboží je faktor, který pozitivně reaguje na oslabení kurzu české koruny, jelikož se tímto dovážené zboží stává pro tuzemské spotřebitele dražší. Z grafu ale vyplývá, že zvýšení dovozních cen nijak výrazně nesnížilo zájem spotřebitelů o dovážené zboží. Přestože importní ceny vlivem devizových intervencí vzrostly, vývoj importu nezaznamenal žádný pokles a naopak dále rostl i jeho procentuální podíl na HDP, kdy např. ve druhém kvartálu roku 2015 vzrostl oproti prvnímu kvartálu roku 2013 téměř o 200 000 mil. Kč. Opět lze v grafu zaznamenat rozdíl ve vývoji běžných a stálých cen. Od prvního kvartálu roku 2014 dochází podobně jako u exportních cen k rozšíření vzdálenosti v jejich vývoji, který byl do konce roku 2013 konstantní podobně, jako u předchozího grafu exportu.

Platí zde to stejné, co u cen exportních, ale z opačného hlediska. Změna kurzu výrazně ovlivnila dovozní ceny, jelikož dovozní (zahraniční) ceny nelze logicky přizpůsobit situaci s kurzovým závazkem ČNB, tak jako se přizpůsobily ceny exportní (domácí). Významnou roli ve vývoji importních běžných cen pak hraje také vývoj cen ropy a zemního plynu, který ve druhé polovině roku 2014 zaznamenal výrazný propad a podruhé pak v roce 2015, kdy se ceny americké ropy za jeden barel rapidně snížily. Otázkou tedy zůstává, jak by se vyvíjel import v běžných cenách, kdyby nedocházelo k ropným šokům. To, že navzdory zvýšení importních cen v CZK docházelo i nadále k růstu objemu dovážených výrobků a služeb může být připsáno jednak již zmiňovaným ropným šokům nebo pak důchodovému efektu. Česká ekonomika začala vlivem devizových intervencí růst, začal růst také důchod a zvýšila se ochota ekonomických subjektů utrácet. Pozitivní sentiment spotřebitelů a zvýšení důchodu pak vedl k růstu importu, navzdory tomu, že ČNB znehodnotila domácí měnu a uskutečnila tak import dražším. Důchodový efekt se tak zapojuje do efektu cenového a v konečném důsledku má toto propojení na ekonomiku příznivý dopad. Tzn., že důchodový efekt byl v tomto případě silnější než cenový a navýšení důchodu spotřebitelů bylo v konečném důsledku větší než dopad navýšení importních cen.

Graf 4.7 zachycuje vývoj meziměsíční změny cenové hladiny klíčových kategorií (oddílů) spotřebního koše. Levá osa znázorňuje měsíční vývoj cenového indexu pěti vybraných oddílů CPI, pravá osa pak znázorňuje vývoj inflace v daném měsíci, počítaný jako procentuální změna CPI oproti předchozímu období.⁶ Takto sestavený graf zachycuje více než 65 % váhy celkového indexu spotřebitelských cen (ČSÚ, 2016b). Oddíly byly vybrány tak, aby zde byly zastoupeny i ty komodity, jejichž velký podíl patří v ČR mezi zboží dovážené, a tím pádem na ně má kurzový závazek bezprostřední vliv. Patří zde zejména ceny potravin, paliv či spotřebního zboží. Je tedy patrné, že vývoj cen v těchto kategoriích pak v konečném důsledku měl mít vliv na vývoj celého indexu spotřebitelských cen.

⁶ Index spotřebitelských cen (CPI) se skládá celkem z 12 skupin.

Graf 4.7 Vývoj cenových indexů vybraných oddílů CPI



Zdroj: ČNB- ARAD (2016i), vlastní zpracování

Z grafu lze vyčíst, že po intervencích došlo k mírnému nárůstu cen u všech vybraných komodit až na oddíl bydlení, voda, energie a paliva, jejichž ceny se řadí mezi tzv. regulované. V tomto oddílu CPI dále pokračoval klesající trend i těsně po intervencích. Důvody proč došlo k tak viditelnému poklesu cen, právě těchto komodit jsou následující. Elektřina počátkem roku výrazně zlevnila z důvodu přebytku energetických zdrojů a také Energetický regulační úřad (ERÚ) oznámil snížení poplatků za distribuci. Regulovaná část cen elektřiny tak klesla v průměru o 11 %. Na základě rozhodnutí ERÚ také poklesly ceny zemního plynu, a to v průměru o necelých 6 %. Nicméně již v průběhu druhého měsíce roku 2014 došlo k vyrovnání cenové hladiny u těchto komodit, jelikož na druhou stranu vzrostly ceny vody a mírně narostly ceny tepla (Poncarová, 2014). Z vývoje indexů jednotlivých částí CPI vyplývá jakýsi „šokový“ vývoj, kdy první měsíce po intervenci docházelo k navyšování cenových hladin (mimo ceny oddílu potravin) a již v druhém kvartálu roku 2014 začaly ceny některých oddílů CPI klesat, resp. začaly stagnovat. Vývoj cenového indexu tedy zaznamenal výraznější změnu ve vývoji cen pouze v prvním čtvrtletí po intervenci, tzn. v prvním kvartálu roku 2014. V následujícím sledovaném období se již ceny výrazně neměnily, poklesly a zůstaly na stejné úrovni.

Fakt, že míra inflace doposud nedosáhla stanoveného inflačního cíle 2 % ČNB, je podmíněn vlivem tzv. „dovozu deflace“ do ČR. Významný vliv na deflační tlaky na

tuzemskou ekonomiku měl např. dovoz energií a minerálních paliv, na kterých je ČR závislá, a jejichž ceny světově již delší dobu klesají. Už od roku 2011 padají ceny americké ropy, uhlí, elektřiny aj. Tento trend je zapříčiněn také objevením nových zdrojů energie, tudíž nynější energie zlevňují, což se logicky vzhledem k jejich postavení v surovinovém a výrobním řetězci promítá i do cen dalších dovážených komodit. Druhým významným faktorem, který bezesporu ovlivnil vývoj míry inflace v ČR je celková stagnace v eurozóně a její dlouhodobější ekonomická slabost, která do tuzemské ekonomiky nepřináší sice tlaky deflační, ale přinejmenším jsou to tlaky bezinflační. Díky stagnaci ekonomik okolních zemí, pak chybí výraznější impuls pro růst cen (Dubská, 2014).

4.2 Názorový střet doprovázející aktivitu ČNB na měnovém trhu

Poté, co Česká národní banka začala v listopadu roku 2013 provádět devizové intervence, se v České republice rozpoutala velká vlna diskuzí ze strany odborné i laické veřejnosti. Nejčastějším uváděným důvodem provedení zásahu je ze strany centrální banky uváděna hrozba deflace. Jako druhý podnět bývá často dodržování vytyčeného inflačního cíle. Nicméně ani tyto důvody nepřišly některým osobám natolik závažné, aby ČNB musela k devizovým intervencím přistoupit.

Snad největším odpůrcem devizových intervencí je Pavel Kohout, který se k intervencím vyjádřil ihned po zveřejnění kroku ČNB. Uvedl, že dle jeho názoru bylo rozhodnutí ČNB chybné, protože doposud nebylo prokázáno, zda se ekonomické subjekty doopravdy řídí spekulativními očekáváními.⁷ Podle Kohouta nemůže takovéto rozhodnutí ČNB absolutně působit na ekonomické subjekty jako pozitivní faktor k oživení ekonomiky. Dochází ke zdražování dovážených výrobků nejen pro spotřebitele, ale především pro podniky. Česká národní banka tak podle Kohouta vytvořila v tuzemské ekonomice velký hospodářský šok, který povede pouze k šetření domácností a firem. Závěrem tedy může dojít k prohloubení recese (IDNES, 2013).

Další významnou osobností, která je striktně proti devizovým intervencím je bývalý prezident Václav Klaus, který odmítá tvrzení, že je deflace hrozbou pro českou ekonomiku a dodává: „*Dá se ukázat na zcela přesvědčivé odkazy v literatuře? Je to součástí elementární výuky ekonomie u nás i ve světě? Existovala někdy v historii hrozivá deflační spirála, která zlikvidovala ekonomiku?*“ (Klaus, 2014, s. 9).

⁷ Teorie spekulativních inflačních očekávání je založena na poznatku, že ekonomické subjekty sledují inflační vývoj, na jehož základě si vytvářejí svá subjektivní očekávání ohledně budoucího vývoje cen. V případě poklesu cenové hladiny, tak mohou ekonomické subjekty očekávat další pokles cen a mohou pak vyčkávat se svými budoucími nákupy. V případě očekávaného růstu cenové hladiny pak své plánované budoucí nákupy učiní již nyní, aby si ekonomické statky nakoupily za současné, nižší ceny.

V neposlední řadě stojí za zmínku také jméno nynějšího prezidenta České republiky Miloše Zemana, který se nechal slyšet, že kvůli zásahům ČNB hrozí, že ČR nebude přijímat euro ve výhodném kurzu, což se jeví jako značný problém. Prezident ČR se netají tím, že je odpůrcem pokračující politiky slabé koruny a v bankovní radě si přeje představitele obou názorů na intervence, aby tak co nejdříve došlo k posílení koruny a opuštění kurzového závazku (Hospodářské noviny, 2016a).

Na straně druhé stojí pak argumenty podporující rozhodnutí ČNB. Například výrok Alana Greenspana, kdy tvrdí, že cenové stability v ekonomice je dosaženo ve chvíli, kdy ekonomické subjekty zaznamenávají ve svém ekonomickém rozhodování změnu cenové hladiny (Greenspan, 1996). Tento výrok je v souladu s postupem ČNB. Greenspan tímto vysvětluje, že inflační cílování by postupně mělo naučit ekonomické subjekty rozhodovat se na základě určité úrovně inflace, která bude do budoucna správně predikována a bude s ní možno v budoucnu kalkulovat. Proto ČNB tedy koná správně, když se snaží prostřednictvím devizových intervencí přiblížit ke stanovenému inflačnímu cíli, který zaručí onu potřebnou cenovou stabilitu.

Dubská (2014), na základě vyhotovené analýzy dopadů devizových intervencí na zvýšení konkurenceschopnosti českých exportérů, tvrdí, že devizové intervence, které ČNB od listopadu roku 2013 provádí, nemalou měrou přispěly k odvrácení deflačního vývoje ekonomiky a přispěly k růstu exportu. Celkově pak došlo k posílení konkurenceschopnosti průmyslové výroby, jejíž produkce je především určena na export.

Vladimír Tomšík, je také zastáncem devizových intervencí a k této polemice dodává: *„Naším zásadním- a zatím zdá se ne zcela pochopeným- argumentem v této diskuzi je, že uvolnění reálných měnových podmínek cestou oslabení kurzu koruny bude pro naši ekonomiku, fungující již několik let hluboko pod hranicí vlastních možností, nepochybnou vzpruhou. Jistěže jsme si vědomi, že zvýšení cen dovážených statků bude mít na ty, kteří je nakupují, záporný důchodový efekt. Ale nezapomínejme na efekt substituční, díky kterému budou mít české i zahraniční subjekty tendenci nahrazovat některé zahraniční výrobky zbožím české produkce. Ve výsledku to celkově zvýší ekonomickou aktivitu se všemi jejími příznivými dopady“* (Tomšík, 2013, s. 11).

Člen bankovní rady Jiří Rusnok oponuje kritikům, kteří tvrdí, že by ekonomika v roce 2013 rostla i bez intervenčních zásahů. Nevylučuje, že by ekonomika bez intervencí nerostla, otázkou ale je, jak intenzivně a jak dlouho. Dále upozorňuje na stále opakovaný fakt, že cílem intervencí nebylo řešit ekonomický růst, ale primárně se vyhnout deflační hrozbě a zajistit tak cenovou stabilitu v tuzemské ekonomice (Ekonom, 2016). Guvernér ČNB Singer se

v nedávném rozhovoru pro Hospodářské noviny nechal slyšet, že dle jeho subjektivního názoru měl být kurz koruny oslaben ještě více, než na 27 CZK/EUR a dodal, že intervence měla být provedena dříve než koncem roku 2013 a to vše z důvodu, že nynější ekonomická situace jak v Evropě, tak i ve vyspělém světě, není zdaleka uspokojivá a deflační tlaky tak stále hrozí. Podle Singera také nyní ještě není čas uvolnit kurzový závazek, protože české hospodářství stále není v takové „kondici“, aby mohlo k uvolnění kurzu koruny dojít bez negativních důsledků, jakými jsou např. zvýšení nezaměstnanosti či pokles výkonu ekonomiky (Hospodářské noviny, 2016b). Sama ČNB na názory oponentů i příznivců intervencí reagovala prostřednictvím mnoha rozhovorů v médiích, vydáváním publikací, prezentací a článků či zřízením speciální sekce k tématu devizové intervence ČNB na svých webových stránkách.

4.3 Shrnutí důsledků devizových intervencí České národní banky

Cílem závěrečné kapitoly bylo vyhodnotit dopady devizových intervencí ČNB pomocí grafické analýzy a statistické deskripce časového vývoje klíčových makroekonomických ukazatelů. Jednotlivé makroekonomické ukazatele byly vybrány tak, aby byly co nejdůvěryhodněji porovnány očekávání ze strany ČNB ve vývoji jednotlivých ukazatelů s reálným vývojem těchto veličin.

Prvním z vybraných ukazatelů bylo HDP a jeho meziroční růst v porovnání s ostatními zeměmi střední Evropy. Intervenční zásah ze strany ČNB se v tomto případě ukázal být správný, jelikož HDP zaznamenalo v pointervenčním období značný meziroční nárůst a ve sledovaném období již nikdy nedošlo k jeho opětovnému poklesu. Naopak meziroční růst HDP České republiky byl na konci roku 2013 větší než například v Německu či Rakousku (viz graf 4.1). Dalším ukazatelem, jehož vývoj je v ekonomice klíčový, je vývoj obecné míry nezaměstnanosti. Tato hodnota dosahovala v průběhu roku 2013 svých maximálních hodnot od doby světové hospodářské krize. Také ve vývoji tohoto ukazatele lze po provedení intervencí meziročně zaznamenat značné zlepšení. Vývoj spotřeby domácností, je dalším sledovaným ukazatelem. Konečná spotřeba se ihned po zásahu ČNB na krátké období snížila. Devalvace české koruny způsobila strach spotřebitelů utrácet popř. investovat. Každodenní výtisky novin plnily texty o devalvaci koruny a o tom, jak se český národ stal fakticky ze dne na den chudším. Ne každý spotřebitel má představu o tom, co devalvace koruny opravdu znamená a jaké jsou doprovodné ekonomické jevy s ní spojené. Proto bylo ze strany spotřebitelů zcela logickým a očekávaným krokem, když v prvních týdnech po intervenci omezili svou spotřebu z důvodu negativního sentimentu a nevědomosti o dalším

vývoji ekonomiky. Avšak ihned po prvním kvartálu roku 2014, kdy spotřebitelé pochopili, že se vlivem kurzových intervencí nestali žádnými „žebráky“, tak jak to mnohá média denně prezentovala, začala celková spotřeba domácností viditelně růst a svůj rostoucí trend si udržela po celé sledované období. Růst spotřeby byl také zapříčiněn růstem důchodu a celkovým zlepšením ekonomické situace. Další ekonomické ukazatele, které devalvace koruny bezesporu ovlivnila, je export, import a čistý export. Díky oslabení kurzu koruny se exportéři ihned od počátku intervenčního zásahu mohli těšit z větších zisků. Mohli si dovolit zvýšit své ceny vyjádřené v českých korunách oproti ostatním zemím a objem exportovaného zboží tím nebyl nijak ohrožen, naopak ve sledovaném období export opět vykazoval růst a to především v podílu na HDP. Na druhou stranu import je makroekonomickým ukazatelem, na který měla mít devalvace koruny opačný vliv. Ze sledovaného období je viditelné, že běžné importní ceny po oslabení kurzu koruny stouply, což v běžném životě znamená, že dovážené zboží ze zahraničí se pro české spotřebitele stalo dražším. Důležitý je ale také fakt, že navzdory růstu importních cen rostl také podíl importu na HDP a to ať už z důvodu zvyšujícího se růstu HDP nebo díky vyšší spotřebě domácností či vyšší zaměstnanosti obyvatel. Laicky řečeno, je-li ekonomika v konečném součtu bohatší, tzn., vydělá-li více peněz, tím víc je schopná dovážet a to i navzdory vyšším cenám, protože důchod spotřebitelů je oproti zvýšení cen vyšší. Také čistému exportu se v průběhu intervencí i po nich dařilo dobře. Čistý export vykazoval již řadu let v ČR rostoucí charakter a devizové intervence jeho vývoji nijak neuškodily, naopak po intervenčním zásahu ČNB zaznamenal čistý export svůj největší nárůst podílu na HDP a to hned v prvním kvartálu roku 2014. Posledním sledovaným ukazatelem byl index spotřebitelských cen. Oddíly CPI byly vybrány tak, aby zde byly zastoupeny i ty výrobky a služby, které jsou do ČR dováženy (importované), a tudíž na jejich ceny mělo mít zvýšení kurzu koruny k euru pozitivní vliv. Ceny vlivem devalvace vzrostly pouze těsně po provedení intervencí a již v prvním kvartálu roku 2014 poklesly a dále se vyvíjely poměrně konstantně.

V závěru lze tedy říci, že devizové intervence české ekonomice dopomohly ke stabilizaci a růstu a odvrátily situaci, kdy by tuzemská ekonomika musela čelit deflací. Podpořily české výrobce a jejich vývoz, konečnou spotřebu domácností, poklesla nezaměstnanost a vzrostl i hrubý domácí produkt, který je jedním ze základních makroekonomických ukazatelů pro měření bohatství a vyspělosti jednotlivých zemí. Očekávání ČNB o budoucím vývoji ekonomiky pak z předešlých analýz můžeme považovat za správná. Samozřejmě, ale stále platí, že devizové intervence jsou netržním zásahem do ekonomiky, který výrazně ovlivňuje její chod po celou dobu trvání intervencí. A tak není

divu, že kromě sympatizantů intervencí, existují také osobnosti, které se zásahem, jaký ČNB provedla, výlučně nesouhlasí. Některé z negativních názorů se ČNB podařilo vyvrátit již nyní, díky výše zmiňovaným ekonomickým výsledkům. Aby však centrální banka odvrátila i další nesouhlasné názory proti intervencím, bude důležité správné načasování exitu z kurzového závazku, tak aby česká ekonomika byla tímto netržním zásahem zasažena co nejméně.

5 Závěr

Cílem této práce bylo zhodnocení důsledků devizových intervencí České národní banky. K naplnění cíle byly použity metoda grafická a analýza. Prostřednictvím těchto zvolených metod byly porovnávány stěžejní makroekonomické ukazatele české ekonomiky.

První věcnou kapitolou je kapitola druhá, ve které bylo rozebráno teoretické vymezení měnové a kurzové politiky. Tato kapitola pojednává o činnosti centrálních bank, o nástrojích, kterými centrální banky disponují a o cílech, které jsou prostřednictvím správného volení a používání měnových nástrojů plněny. V rámci objasnění některých pojmů jsou zde vysvětleny pojmy jako inflace či inflační cílování. V kapitole je také nastíněna problematika kurzové politiky a stručně jsou zde vysvětleny jednotlivé kurzové režimy. Na závěr kapitoly je popsán vztah mezi kurzovou politikou, inflací a inflačním cílováním, pro lepší pochopení problematiky.

Třetí kapitola obsahuje informace o vývoji měnové politiky od vzniku samostatné České republiky v roce 1993. Tato kapitola je rozdělena do dílčích podkapitol, které postupně mapují provádění měnové politiky v ČR. První podkapitola je věnována vzniku České národní banky, jakožto hlavní monetární autoritě v zemi. V dalších podkapitolách jsou postupně nastíněna jednotlivá období vývoje tuzemské ekonomiky, která se liší vždy dle uplatňované měnové politiky. Jsou zde zmíněny důležité mezníky jako přechod z fixního kurzu na řízený floating, počátek inflačního cílování či nejdelší recese v samostatných českých dějinách. Závěr kapitoly je již věnován stěžejnímu tématu celé této práce a to devizovým intervencím. Jejich počátku, průběhu a finančním objemům, které byly v průběhu intervencí obchodovány. V práci jsou vysvětleny důvody, proč ČNB nemohla využít standartní nástroje měnové politiky. Vysvětleno je zde rovněž, jakou překážku tvoří česká legislativa k použití záporných úrokových sazeb, které se jevíly také jako možná alternativa k řešení problému. Důležitá je také zmínka o tom, že intervence byly doporučeny ČNB i ze strany vyšších monetárních autorit jakými jsou Evropská centrální banka či Mezinárodní měnový fond, a tudíž není pochyb o relevantnosti zvoleného měnově- politického nástroje. Celá ekonomická situace je ilustrována pomocí grafů a tabulek.

Stěžejní kapitolou celé této práce je pak kapitola čtvrtá. V této kapitole jsou zhodnoceny důsledky devizových intervencí ČNB. Zdařilost tohoto zásahu do ekonomiky je zde hodnocena pomocí metody grafické a analýzy, kdy jsou postupně rozebírány vývoje jednotlivých makroekonomických ukazatelů. Období po uvolnění měnových podmínek, zejména pak rok 2014, lze označit za období dynamického růstu ekonomiky. Výrazně se

začalo dařit zahraničnímu obchodu navzdory problémům východní Evropy. Česká republika se dostala za krátký čas mezi první třetinu evropských zemí s největším meziročním růstem HDP. Značné zlepšení zaznamenal také trh práce, kdy se zvýšily počty volných pracovních míst a mzdy. Primárně však klesla míra nezaměstnanosti, která opět v porovnání zemí EU zaznamenala nejnižší hodnoty v evropském regionu.

Intervence ČNB byly netržním zásahem do ekonomiky, avšak v situaci, ve které se tuzemská ekonomika nacházela, můžeme tento zásah zcela jistě označit za opodstatněný a z hlediska cílů měnové politiky centrální banky za žádoucí. V konečném důsledku lze intervenci České národní banky ilustrovat jako úspěšnou. Predikce ČNB o celkovém zlepšení stavu ekonomiky a jejich stěžejních makroekonomických ukazatelů byla naplněna. Tuzemská ekonomika se dostala z recese a začala růst. Intervence podpořily tuzemský export, oživily spotřebu domácností, trh práce a především předešly deflační hrozbě, která ČR hrozila.

Na závěr je na místě zmínit, že devizové intervence, ke kterým se Česká národní banka na konci roku 2013 rozhodla, jsou krokem cyklickým, nikoli strukturálním. A tak zcela jistě záleží, jak ekonomické subjekty tento krok přijaly a jak na něj dále reagují. Zdali byla intervence úspěšná i ve strukturální adaptaci ekonomiky na dlouhé období nyní ještě není možné posoudit.

Doporučení tvůrcům hospodářské politiky je v této situaci dosti složité, jelikož ani po téměř třech letech po intervencích není míra inflace na stanoveném 2 % cíli ČNB. Jako důvody můžeme zmínit pozitivní nabídkové ropné šoky, které světově snižují ceny ropy a do importních zemí pak dovážejí „deflační hrozbu“ či snižování cen energií v důsledku objevení nových zdrojů nebo nakonec se jako problém může jevit i ekonomická stagnace v eurozóně. Není pochyb o tom, že zvolená cesta ČNB v podobě devizových intervencí tuzemské ekonomice výrazně pomohla, není ale možné, aby ČNB udržovala kurzový závazek donekonečna. Důležité tak bude správné načasování tzv. exitu, kdy se ČNB rozhodne opustit režim kurzového závazku a nechá ekonomiku se opět samostatně tržně vyvíjet. Načasování exitu by mělo přijít v době, kdy bude vnitřní i vnější ekonomická situace zcela stabilní, nejlépe bude-li tuzemská ekonomika v období konjunktury, nebude docházet k výkyvům na měnových trzích a hlavní světové měny jako euro či dolar budou zaznamenávat stabilní kurzový vývoj a především inflace se bude pohybovat v těsné blízkosti inflačního cíle 2 %. Pokud budou splněny v české ekonomice tyto podmínky, které zajistí stabilní chod ekonomiky, pak by opuštění kurzového závazku nemělo být pro českou ekonomiku nijak ohrožující.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje:

DUBSKÁ, Drahomíra, 2014. *Insolvence 2014: Hledání cesty k vyšším výnosům - Riziko insolvence: Pomohla měnová intervence ČNB zvýšit konkurenceschopnost českých exportérů?* Sborník z mezinárodní vědecké konference. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-2027-8.

GAGNON J. E. a M. HINTERSCHWEIGER, 2011. *Flexible Exchange rates for a stable world economy*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. ISBN 978-0-88132-627-7.

JANÁČKOVÁ, Stanislava, 2015. *Lesk a bída měnové politiky*. Institut Václava Klause. ISBN 978-80-87806-99-9

JÍLEK, Josef, 2004. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-247-0769-1.

JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4516-9.

JUREČKA Václav, JANOŠÍKOVÁ Ivana a kol., 2009. *Makroekonomie: Základní kurs*. Ostrava: Vysoká škola báňská- Technická univerzita, 2009. ISBN 978-80-248-2065-1.

JUREČKA, Václav a kol., 2010. *Makroekonomie*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4386-8

KLAUS, Václav, 2014.: *Byla deflace hrozbou?* Praha: Institut Václava Klause. ISBN 978-80-87806-04-3

KOTLÁN a kol., 2001. *Aplikovaná hospodářská politika*. Institut vzdělávání Sokrates, s.r.o. ISBN 80-86572-01-3

KUNERT, Jakub a Jiří NOVOTNÝ, 2008. *Central Banking in the Czech Lands*. Praha: Jerome Czech National Bank. ISBN 978-80-87225-07-3.

MANDEL, Martin. TOMŠÍK, Vladimír, 2008. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha. ISBN 978-80-7261-185-0

NOWOTNY and kol., 2014. *Financial cycles and the real economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. ISBN 978-1-78347-762-3.

PAVLÁT, Vladimír, 2004. *Centrální bankovníctví*. Praha: Eupress. ISBN 80-86754-29-4.

REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J., MUSÍLEK, P., P. DVOŘÁK a J. BRADA, 2000. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-031-7.

REVENDA, Zbyněk, 2011. *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-230-7.

REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J., MUSÍLEK, P., P. DVOŘÁK a J. BRADA, 2012. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-240-6.

SVENSSON, Lars E. O., 1999. *Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability*, NBER Working Paper No. 7276.

VENCOVSKÝ a kol., 2005. *Dějiny měnových teorií na českém území*. Praha: Oeconomica. ISBN 80- 245-0992-X.

Internetové zdroje:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2005. *Vliv měnového kurzu na inflaci* [online]. Praha: ČNB, duben 2005 [cit. 10. 11. 2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_duben/boxy_a_prilohy/c_05_duben_b2.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2007. *Cílování inflace v ČR* [online]. Praha: ČNB, 27. 3. 2007 [cit. 11. 12. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#inflacni_cile

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2008. *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2008*[online]. Praha: ČNB, 16. 12. 2008 [cit. 18. 1. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategie_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2008.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2009. *Monitoring centrálních bank- červen* [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 8. 2. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0902_mcb.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2010a. *Hospodářská krize a česká ekonomika*. [online]. Praha: ČNB, 21. 4. 2010 [cit. 27. 3. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100421_legendor.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2010b. *Výroční zpráva 2009* [online]. Praha: ČNB, 2010 [cit. 19. 12. 2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2009.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2012a. *Přímé zahraniční investice za rok 2010* [online]. Praha: ČNB, 2012 [cit. 16. 2. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2010_CZ.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2012b. *Zpráva o inflaci / IV*. [online]. Praha: ČNB, 2012 [cit. 6. 3. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_IV/download/zoi_IV_2012.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013a. *ČNB nakoupila devízy za zhruba 200 miliard Kč* [online]. Praha: ČNB, 25. 11. 2013 [cit. 4. 3. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2013/20131125_dekadni_bilance.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013b. *ČNB: O ČNB*. Čnb.cz [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 5. 2. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013c. *Měnová politika* [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013d. *Výroční zpráva 2013*. Praha: Česká národní banka [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 15. 12. 2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2013.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014. *Sborník článků a rozhovorů k oslabení kurzu koruny* [online]. Praha: ČNB, únor 2014 [cit. 14. 4. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016a. *Cílování inflace v ČR* [online]. [cit. 3. 1. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016b. *Devizové obchody ČNB* [online]. [cit. 3. 4. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/DEVOP_EUR.HTML

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016c. *Devizové rezervy-časová řada* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 12. 3. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/devizove_rezervy/drs_rada.htm

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016d. *Důvody a přínosy oslabení koruny – nejčastější otázky a odpovědi* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 13. 4. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016e. *Ekonomický vývoj na území České Republiky* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 17. 1. 2016]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/prurezova_temata_menova_politika/1_ekonomicky_vyvoj_na_uzemi_ceske_republiky.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016f. *Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 13. 4. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/160331_prohlaseni.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016g. *Reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 6. 2. 2016]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/3_reakce_menove_politiky_na_dopady_svetove_financni_a_hospodarske_krize/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016h. *Rozhovor člena bankovní rady J. Rusnoka pro Ekonom* [online]. Praha: ČNB, 6. 1. 2016 [cit. 27. 2. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2016/cl_16_160107_rusnok_ekonom.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016i. *Spotřebitelské ceny- data ČSÚ ČR* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 8. 4. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=21437&p_uka=2%2C4%2C6%2C8%2C13&p_strid=ACBB&p_od=201309&p_do=201409&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C#dump

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016j. *Vybrané devizové kurzy- grafy* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 8. 4. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form.jsp

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016k. *Základní úrokové sazby* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2. 4. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=377&p_uka=2&p_strid=AAAF&p_od=199301&p_do=201601&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2016l. *1998 – současnost: Cílování inflace* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 14. 3. 2016]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/index.html

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2011. *Analýza vývoje zaměstnanosti a nezaměstnanosti v roce 2011*. Praha: ČSÚ, 2011[online]. [cit. 2. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.mpsv.cz/files/clanky/10811/analiza.pdf>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2016a. *Inflace-druhy, definice, tabulky* [online]. Praha: ČSÚ, 2016 [cit. 6. 3. 2016]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2016b. *Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2016 domácnosti celkem - stálé váhy roku 2014* [online]. Praha: ČSÚ, 2016 [cit. 13. 4. 2016]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot_kos2016.pdf/9093cac3-cf82-491f-8d2b-1ccb91a1d971?version=1.1

DUBSKÁ, Drahomíra, 2014. *Ceny vývozu a dovozu: nebyt slabé koruny import deflace by zesílil* [online]. Cfoworld, 17. 2. 2014 [cit. 13. 4. 2016]. Dostupné z: <http://cfoworld.cz/analzy/ceny-vyvozu-a-dovozu-nebyt-slabe-koruny-import-deflace-by-zesilil-2879>

EKONOM, 2016. *Rusnok: Se Zemanem s funkcemi nekseftujeme. Post guvernéra ČNB není za odměnu* [online]. Ekonom.ihned, 6. 1. 2016 [cit. 11. 4. 2016]. Dostupné z: <http://ekonom.ihned.cz/c1-65062880-rusnok-se-zemanem-s-funkcemi-nekseftujeme-post-guvernara-cnb-neni-odmena-za-premierovani>

EUROSTAT, 2016a. *Gross domestic product* [online]. Ec.europa.eu, 2016 [cit. 8. 4. 2016]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00001&plugin=1>

EUROSTAT, 2016b. *Exports and imports by Member States of the EU* [online]. Ec.europa.eu, 2016 [cit. 2. 4. 2016]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

EUROSTAT, 2016c. *Unemployment rate* [online]. Ec.europa.eu, 2016 [cit. 8. 4. 2016]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tesem120&plugin=1>

FRANTA M. a kol., 2014. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. Praha: ČNB, březen 2014 [cit. 1. 2. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf

FRIEDEN J, A, 2014. *Currency politics: The political economy of Exchange rate policy* [online]. Harvard University, únor 2014 [cit. 10. 4. 2016]. Dostupné z: http://scholar.harvard.edu/files/jfrieden/files/toc_and_preface.pdf

FRIEDMAN, Milton, 1968. *The role of monetary policy* [online]. Assets.aeaweb, 2016 [cit. 3. 3. 2016]. Dostupné z: <https://assets.aeaweb.org/assets/production/journals/aer/top20/58.1.1-17.pdf>

GREENSPAN, Alan, 1996. *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society* [online]. Federalreserve, 5. 12. 1996 [cit. 31. 12. 2015]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm> "

HAMPL, Mojmír, 2014. *Debata v sídle vydavatelství Economia* [online]. Video.aktualne, 18. 11. 2014. [cit. 15. 12. 2015] Dostupné z: <http://video.aktualne.cz/dvtv/hadka-o-intervenci-cnb-poskodila-nebo-ozivila-ekonomiku/r~4b017cc06c6b11e4bdad0025900fea04/>

HAMPL, Mojmír, 2015. *Česká ekonomika, koruna a ropa* [online]. EduArt, 21. 4. 2015 [cit. 10. 4. 2016]. Dostupné z: <http://eduart.vsb.cz/web/2015hampl/>

HOSPODÁŘSKÁ KOMORA ČR, 2011. *Hospodářská komora ČR k růstu HDP za rok 2010* [online]. Komora.cz, 15. 2. 2011[cit. 2. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.komora.cz/hospodarska-komora-cr-k-rustu-hdp-za-rok-2010.aspx>

HOSPODÁŘSKÉ NOVINY, 2016a. *Guvernérem ČNB bude Rusnok, trvá na tom Zeman. O nových členech bankovní rady se chce radit i s Babišem* [online]. iDNES, 20. 1. 2016 [cit. 27. 3. 2016]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-65110030-zeman-rekl-jakou-chce-cnb>

HOSPODÁŘSKÉ NOVINY, 2016b. *Korunu jsme měli oslabit více. A začít jsme měli ještě dřív, říká šéf ČNB Singer* [online]. Archiv.ihned 25. 4. 2016 [cit. 25. 4. 2016]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-65263580-korunu-jsme-meli-oslabit-vice>

IDNES, 2013. *Česká národní banka děsí národ zbytečně, říká ekonom Pavel Kohout* [online]. Finance.Idnes, 20. 12. 2013 [cit. 20. 3. 2016]. Dostupné z: http://finance.idnes.cz/rozhovor-s-ekonomem-pavlem-kohoutem-o-intervenci-cnb-pd0/viteze.aspx?c=A131217_115720_viteze_zuk

KLIKOVÁ, Christiana, 2008. *Hospodářská politika* [online]. VŠEM, 2008 [cit. 12. 1. 2016]. Dostupné z: http://www.vsem.cz/data/data/sis-texty/studijni-texty-bc/st_me_hp_klikova.pdf

KUČEROVÁ, Zuzana, 2012a. *Centrální banka, její funkce, centrální bankovníctví. Studijní materiál k předmětu „Monetární politika A“*. Ostrava: VŠB-TUO Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra národohospodářská.

KUČEROVÁ, Zuzana, 2012b. *Cílování inflace, transmisní mechanismus, typy inflačních cílů, výhody a nevýhody, cílování inflace v ČR. Studijní materiál k předmětu „Monetární politika A“*. Ostrava: VŠB-TUO Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra národohospodářská.

KUČEROVÁ, Zuzana, 2012c. *Monetární politika a její cíle, transmisní mechanismy měnové politiky. Studijní materiál k předmětu „Monetární politika A“*. Ostrava: VŠB-TUO Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra národohospodářská.

KUČEROVÁ, Zuzana, 2016d. *Nástroje monetární politiky, jejich využívání v ČR. Studijní materiál k předmětu „Monetární politika A“*. Ostrava: VŠB-TUO Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra národohospodářská.

KUČEROVÁ, Zuzana, 2013. *Režimy měnových kurzů. Studijní materiál k předmětu „Monetární politika v otevřené ekonomice“*. Ostrava: VŠB-TUO Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra národohospodářská.

LABONTE, Mark, 2013. *Changing the Federal Reserve's Mandate: An Economic Analysis* [online]. Congressional Research Service 12. 8. 2013 [cit. 13. 1. 2016]. Dostupné z: <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41656.pdf>

NÁRODNÍ EKONOMICKÁ RADA VLÁDY, 2009. *Závěrečná zpráva: září 2009*. [online]. NERV, září 2009 [cit. 1. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/dulezite-dokumenty/zaverecna-zprava-NERV.pdf>

PONCAROVÁ, Jana, 2014. *Ceny energií 2014: kolik zaplatíte za elektřinu, plyn, vodu a teplo* [online]. Ceny energií 13. 4. 2014 [cit. 18. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.topsrovnani.cz/aktuality/ceny-energi-2014-kolik-zaplatite-za-elektrinu-plyn-vodu-a-teplo>

SINGER, Miroslav, 2013. *Slabší koruna alespoň na rok a půl* [online]. Mladá fronta DNES, 13. 11. 2013. [cit. 15. 12. 2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131113_singer_mfd.html

SINGER, Miroslav, 2014. *Ekonomický výhled České republiky* [online]. Praha: ČNB, 2014 [cit. 9. 3. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20140305_bruno.pdf

THE ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, 2016a. *Czech Republic. OECD Data* [online]. Data.oecd, 2016 [cit. 7. 4. 2016]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/czech-republic.htm>

THE ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, 2016b. *Inflation (CPI)* [online]. Data.oecd 2016 [cit. 7. 4. 2016]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>

TOMŠÍK, Vladimír, 2013. *Česká národní banka zasáhnout musela a její rozhodnutí snese ta nejpřísnější měřítka* [online]. Lidové noviny. 14. 11. 2013. [cit. 2. 4. 2016] Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131114_tomsik_ln.html

VOŘÍŠEK, Martin, 2015. *Důvody poklesu ceny ropy* [online]. Oenergetice.cz, 27. 2. 2015 [cit. 18. 4. 2016]. Dostupné z: <http://oenergetice.cz/ropa/duvody-poklesu-ceny-ropy/>

Seznam zkratk

AD	Agregátní poptávka
CPI	Index spotřebitelských cen
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
ERÚ	Energetický regulační úřad
EUR	Euro
HDP	Hrubý domácí produkt
NX	Čistý export
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
PPI	Index cen výrobců
USD	Americký dolar

Seznam obrázků

Obr. 3.1 Inflační cílování ČNB	24
--------------------------------------	----

Seznam grafů

Graf 3.1 Vývoj devizového kurzu koruny vůči euru a dolaru od roku 1993.....	27
Graf 3.2 Vývoj míry inflace (CPI) v % od roku 1998.....	28
Graf 3.3 Vývoj diskontní sazby (%) ČNB od roku 1993	29
Graf 3.4 Skutečný kurz koruny vs. kurzový práh 27 CZK/EUR.....	31
Graf 3.5 Objem devizových rezerv ČNB	32
Graf 4.1 Srovnání růstu HDP se sousedními zeměmi ČR (meziročně v %)	35
Graf 4.2 Vývoj nezaměstnanosti v ČR v letech 2008-2014	36
Graf 4.3 Vývoj konečné spotřeby domácností	36
Graf 4.4 Vývoj čistého exportu v ČR (2012-2015).....	38
Graf 4.5 Vývoj exportu v ČR (2012-2015)	39
Graf 4.6 Vývoj importu v ČR (2012-2015).....	40
Graf 4.7 Vývoj cenových indexů vybraných oddílů CPI	42

Seznam tabulek

Tab. 3.1 Vývoj inflačního cílování České národní banky	25
Tab. 3.2 Hospodářský vývoj České republiky po roce 2007	26
Tab. 4.1 Klíčové ukazatele ČNB	34

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 6.5.2016


Sára Novorytová